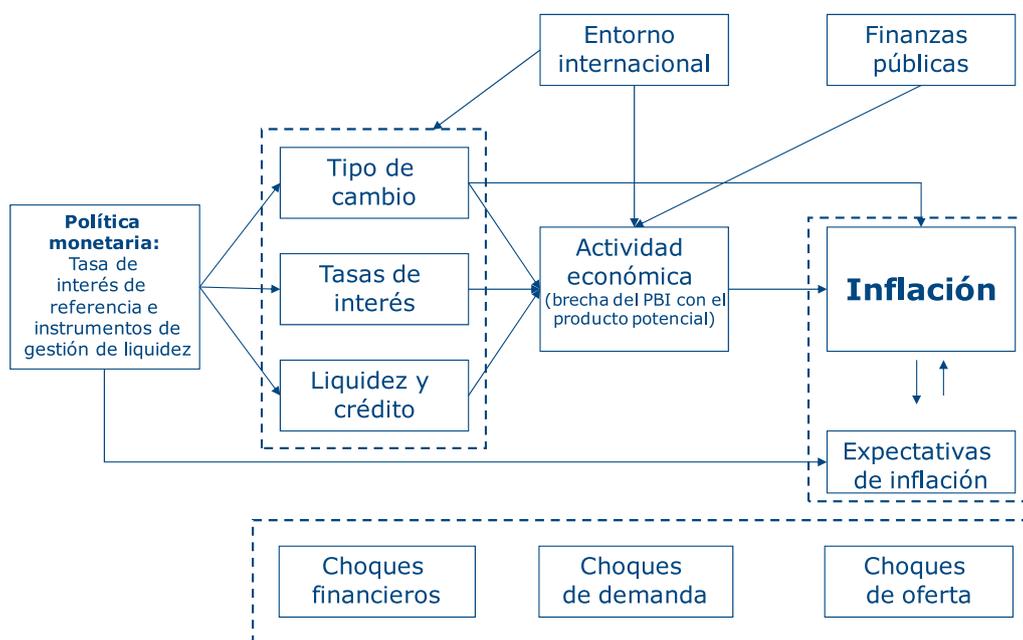


REPORTE DE INFLACIÓN:

Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2010-2012

Diciembre 2010



Banco Central de Reserva del Perú
Jirón Antonio Miró Quesada 441, Lima 1
Teléfono: 613-2000 - Fax: 613-2525
Correo electrónico: webmaster@bcrp.gob.pe

REPORTE DE INFLACIÓN

Panorama actual y proyecciones macroeconómicas

ISSN 1728-5739

Hecho el Depósito Legal en la
Biblioteca Nacional del Perú No. 2005-6985

Área de Edición e Imprenta

Diseño e Impresión

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

REPORTE DE INFLACIÓN:
Panorama actual y
proyecciones macroeconómicas 2010-2012

Diciembre 2010

CONTENIDO

	<i>Pág.</i>
Prólogo	5
Resumen	6
I. Escenario internacional	9
II. Actividad económica	36
III. Balanza de pagos	52
IV. Finanzas públicas	60
V. Política monetaria	78
VI. Inflación	99
VII. Balance de riesgos	108

RECUADROS

1. Medidas de política monetaria no convencionales: “ <i>Quantitative easing</i> de la FED”	32
2. Reglas fiscales contracíclicas	70
3. Fondos de riqueza soberana de países exportadores de <i>commodities</i>	73
4. Presiones apreciatorias en los mercados emergentes	90
5. Instrumentos macroprudenciales	92
6. Indicadores del mercado	95

El presente **Reporte de Inflación** se ha elaborado con información a setiembre de 2010 del Producto Bruto Interno, la Balanza de Pagos y Operaciones del Sector Público No Financiero, a octubre de 2010 de las cuentas monetarias, de la inflación y mercados financieros y a noviembre del tipo de cambio.

Prólogo

- De acuerdo con la Constitución Política, el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) es una entidad pública autónoma cuya finalidad es preservar la estabilidad monetaria.
- Para el logro de este objetivo, el Banco ejecuta su política monetaria siguiendo un esquema de Metas Explícitas de Inflación. La meta de inflación es 2,0 por ciento con un margen de tolerancia de un punto porcentual hacia abajo (1,0 por ciento) y hacia arriba (3,0 por ciento). Con ello, el Banco Central busca anclar las expectativas de inflación en un nivel similar al de las economías desarrolladas y establecer un compromiso permanente con la estabilidad de la moneda.
- El BCRP evalúa el cumplimiento de la meta inflacionaria de manera continua, es decir, tomando en cuenta la tasa de inflación anual acumulada en cada mes y no sólo la correspondiente a la del mes de diciembre de cada año. La política monetaria tiene un carácter preventivo que busca adelantarse a las presiones inflacionarias o deflacionarias. Adicionalmente, se toma en cuenta que la inflación puede ser influenciada por factores que escapan del control de las acciones del Banco Central, como pueden ser los choques de oferta o los precios de productos importados, por lo cual se pueden presentar desviaciones transitorias de la inflación.
- Cada mes, dentro de un cronograma anunciado, el Directorio del BCRP decide el nivel de la tasa de interés de referencia para el mercado de préstamos interbancarios. Esta tasa de interés se constituye en la meta operativa de la política monetaria y afecta con rezagos y por distintos canales a la tasa de inflación, razón por la cual esta tasa se determina con base en proyecciones y simulaciones macroeconómicas. El Banco Central maneja además otros instrumentos de política monetaria con los que puede afectar de manera más directa los volúmenes de liquidez y crédito, como es el caso de los encajes en moneda nacional y en moneda extranjera.

Adicionalmente, el Banco Central ejecuta medidas preventivas para resguardar la estabilidad financiera y los mecanismos de transmisión de la política monetaria. Así, mediante la intervención cambiaria se busca reducir la volatilidad excesiva del tipo de cambio y acumular reservas internacionales, lo cual desarrolla fortalezas ante eventos negativos en una economía con aún un alto porcentaje de dolarización financiera.

- Las proyecciones que sustentan las decisiones de política monetaria se difunden en el Reporte de Inflación con la finalidad de mostrar la consistencia de las medidas adoptadas y buscar que las expectativas de los agentes económicos tomen en cuenta estas previsiones. Asimismo, el BCRP difunde el análisis de los factores de riesgo que pueden ocasionar desviaciones en las variables económicas proyectadas.
- El Banco Central publicará su siguiente Reporte de Inflación en marzo de 2011.





Resumen

- i. Desde mayo de 2010, el Banco Central viene implementando una política de retiro preventivo de estímulo monetario, mediante la elevación de la tasa de interés de referencia (1,25 a 3,0 por ciento) y el aumento de las tasas de encaje. En el mes de octubre, el Banco decidió hacer una pausa en los ajustes preventivos que venía efectuando en la tasa de referencia, tomando en cuenta que la inflación subyacente se mantenía alrededor de la meta de 2 por ciento. Los comunicados de política monetaria han venido enfatizando la idea que futuros cambios en la tasa de referencia estarían condicionados a la evolución de los determinantes de la inflación y los acontecimientos asociados al escenario internacional.
- ii. La economía mundial mantuvo un alto crecimiento durante el periodo enero-setiembre favorecido por la mayor actividad productiva observada en los países emergentes mientras que la mayor parte de los países desarrollados, con la excepción de Alemania y Japón, mantuvieron crecimientos moderados.

Los países desarrollados continúan con problemas asociados al alto nivel de desempleo, a la lenta recuperación del crédito y al aún alto nivel de endeudamiento de las familias. Estos problemas se agudizan en los casos de aquellos países europeos en los que se ha tenido o se tiene que tomar medidas correctivas para reducir los altos niveles de déficit fiscal y de deuda pública.

En el caso de las economías emergentes, luego de algunos ajustes en la posición de política monetaria y fiscal efectuados tomando en cuenta el alto crecimiento observado y de manera preventiva para mantener la estabilidad de precios, se ha venido observando una moderación en el crecimiento a partir del tercer trimestre. Sin embargo, este favorable crecimiento aunado a la mayor liquidez presente en los mercados mundiales y a la menor aversión al riesgo de los inversionistas ha llevado a un mayor flujo de capitales hacia estas economías, lo cual ha motivado a muchos bancos centrales a responder interviniendo en los mercados cambiarios.

En este contexto, se ha revisado la proyección de crecimiento mundial para 2010 de 4,2 a 4,5 por ciento mientras que se ha mantenido el crecimiento estimado en el Reporte de setiembre para 2011 y 2012 en 3,7 por ciento debido al alto nivel de incertidumbre que se mantiene en la zona euro y la moderación observada en los países emergentes.

- iii. La actividad económica en el país ha continuado creciendo de manera robusta impulsada por la demanda interna, la cual creció 12,6 por ciento en los primeros nueve meses del año, destacando la evolución del gasto privado en consumo e inversión. En el caso del consumo ha sido importante el aporte de los sectores intensivos en mano de obra, por sus efectos positivos sobre el nivel de empleo y

generación de ingresos. Por el lado de la inversión privada se viene observando un mayor número de proyectos en ejecución y de nuevos anuncios de proyectos que se estarían ejecutando en el periodo 2010-2012.

Se prevé que esta dinámica de crecimiento se mantenga hacia adelante sin mayores presiones inflacionarias y con una actividad económica que crecería alrededor del producto potencial de la economía. Considerando estos elementos, se ha revisado la proyección de crecimiento para 2010 de 8,0 a 8,8 por ciento y para 2011 de 6,0 a 6,5 por ciento.

- iv. Los anuncios de retiro del estímulo fiscal empezaron a materializarse en los últimos meses del año en el país. El escenario de proyección actual estima un crecimiento real del gasto no financiero de 11,1 por ciento, menor al 12,3 por ciento del Reporte de setiembre. Se espera un crecimiento real de los ingresos del gobierno general de 18,7 por ciento, mayor al 16,6 por ciento proyectado en setiembre. Como consecuencia de lo anterior, el resultado económico se ha revisado de un déficit de 1,5 por ciento a uno de 0,9 por ciento del PBI. Este escenario es consistente con una recuperación del espacio fiscal para enfrentar contingencias macroeconómicas adversas.
- v. Considerando la mayor demanda interna y su efecto sobre el volumen de importaciones para los próximos años se ha revisado ligeramente la proyección de déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos de 1,7 a 1,8 por ciento del PBI para 2010, mientras que para los años 2011 y 2012 se prevé un déficit de 3,1 y 3,2 por ciento del PBI, respectivamente (3,0 por ciento en ambos años en el Reporte de setiembre). Adicionalmente se contempla una reducción de los términos de intercambio en el escenario de proyección. Cabe destacar que los flujos de capitales externos de largo plazo más que compensaron el déficit en la cuenta corriente.
- vi. Se proyecta que la inflación se mantendrá en el rango meta en los dos próximos años, aunque más cercana al límite superior del rango meta durante 2011 por el efecto transitorio de aumentos en los precios de algunos alimentos, evolución asociada a choques de oferta. Esta proyección es consistente con expectativas de inflación que se mantienen ancladas en el rango meta, y que los choques transitorios de oferta que afectaron la inflación durante el segundo semestre del año 2010 se revierten durante el año 2012.
- vii. Los principales riesgos que podrían desviar a la tasa de inflación del escenario base en el horizonte de proyección son los siguientes:
 - a. Mayor crecimiento de la demanda agregada. El mayor optimismo, reflejado en los datos recientes sobre indicadores de actividad productiva, junto con las altas tasas de crecimiento del PBI registradas durante los tres primeros trimestres de 2010, podrían contribuir a que la brecha del producto sea





mayor a lo considerado en el escenario central. Ello generaría presiones de demanda sobre los precios domésticos por lo que bajo este escenario la política monetaria reduciría el estímulo monetario de manera más rápida. Este escenario expansivo se podría magnificar si las decisiones de incrementar los estímulos monetarios en las economías avanzadas provocan un incremento importante de flujos de capitales de corto plazo. En este caso, la combinación de medidas macroprudenciales a cargo del BCR y la SBS, acompañadas por una posición fiscal más ajustada, permitirían compensar el impacto de dichos flujos en el crédito interno.

- b. Incertidumbre sobre la evolución de la economía mundial. El escenario base considera la recuperación de la actividad económica mundial, lo que contribuiría a sostener los términos de intercambio en niveles favorables para la economía peruana. Sin embargo, existe el escenario contingente de estancamiento de la demanda de nuestros socios comerciales y de menores precios de nuestras exportaciones con una consecuente desaceleración en la economía doméstica.

El Banco Central mantiene una alta disponibilidad de reservas internacionales y dispone de diversos mecanismos de inyección de liquidez para enfrentar esta contingencia. Así, de materializarse este riesgo, la política monetaria mantendría el estímulo monetario por un mayor tiempo.

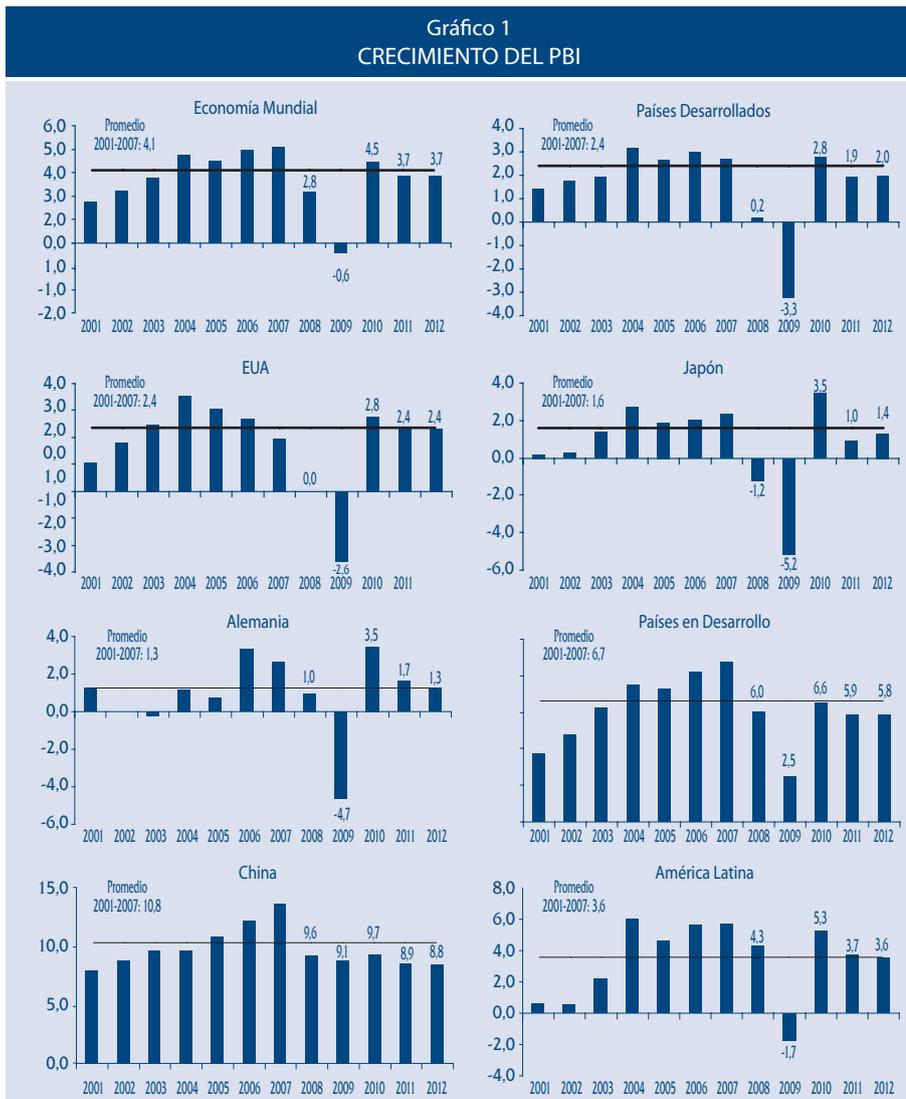
- c. Incremento de precios de alimentos importados. La evolución reciente del precio de *commodities* alimenticios como el trigo, el maíz, el aceite de soya y el azúcar muestra que la probabilidad de mayores precios a futuro se ha incrementado. También hay incertidumbre sobre las condiciones climatológicas domésticas que típicamente afectan a los precios de los alimentos. En este escenario, el Banco Central retiraría más rápidamente el estímulo monetario, en caso que una mayor inflación importada afecte las expectativas de inflación.



I. Escenario Internacional

Tendencias Generales

1. La actividad económica mundial continuó mostrando una tendencia de lenta recuperación en los países desarrollados, similar a la del escenario central del Reporte de Inflación de setiembre. Las economías desarrolladas, a excepción de Alemania y Japón, vienen creciendo a tasas menores a las observadas en otros episodios post-crisis y por debajo de su tendencia de largo plazo. Por el contrario, las economías emergentes vienen registrando mayores tasas de crecimiento, que en muchos casos se encuentran, incluso, por encima de los niveles alcanzados en el periodo pre-crisis.





2. El crecimiento en cada una de estas regiones proviene de una fuente diferente. En la mayoría de las economías desarrolladas el impulso del crecimiento depende en gran medida de los programas de estímulo fiscal y monetario. La excepción ha sido Alemania, país en el que las exportaciones han sido una fuente de expansión importante. En el caso de las economías emergentes, los principales determinantes de crecimiento provienen del impulso generado por la demanda interna privada y la recuperación de las exportaciones.
3. En términos de respuestas de política, las economías desarrolladas mantienen políticas monetarias y fiscales extraordinariamente expansivas; aunque en alguna de ellas -como en las economías de Europa- ya se han empezado a adoptar medidas para reducir el déficit fiscal. Las tasas de interés de política monetaria de las principales economías desarrolladas (Estados Unidos, Eurozona y Japón) continúan en sus mínimos históricos y se prevé se mantengan bajas por un periodo prolongado.

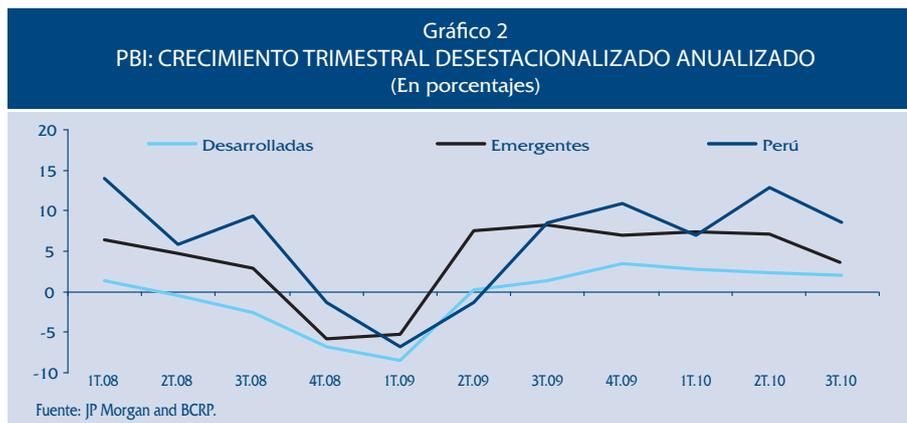
Además, en el caso de Estados Unidos se anunció un nuevo programa de compra de activos por US\$ 600 mil millones a inicios de noviembre. La expectativa de anuncio de esta medida ha tenido un impacto significativo sobre una serie de mercados desde la publicación del último Reporte de Inflación. Así, entre fines de agosto y octubre, las bolsas han mostrado una importante recuperación, el dólar se ha debilitado respecto a otras monedas de países desarrollados y de economías emergentes y las posiciones especulativas en *commodities* se han incrementado llevando a muchos de éstos a alcanzar récords nominales históricos. El agravamiento de la incertidumbre sobre la solvencia fiscal en algunas economías de la Eurozona ha revertido parcialmente esta evolución en noviembre.

4. Por el contrario, en muchas economías emergentes, las autoridades monetarias han empezado el retiro gradual del estímulo monetario ante la recuperación de la actividad económica y la evidencia de un incremento en la inflación por presiones de alimentos y, en algunos casos, por la elevación del precio de los activos.

Este retiro se ha moderado recientemente debido a la incertidumbre acerca de la recuperación de la economía mundial, en particular sobre la posición fiscal de la Eurozona, la lenta recuperación del consumo en Estados Unidos y una posible desaceleración de la economía china que recientemente ha elevado sus tasas de interés ante el aumento de la inflación y los riesgos de una burbuja en el mercado de activos.

Crecimiento Mundial

5. Se estima que la economía mundial crecería 4,5 por ciento durante 2010, mayor a lo proyectado en el Reporte anterior, debido básicamente a que tanto las economías desarrolladas como emergentes han mostrado un crecimiento por encima de lo esperado en el periodo enero-setiembre.



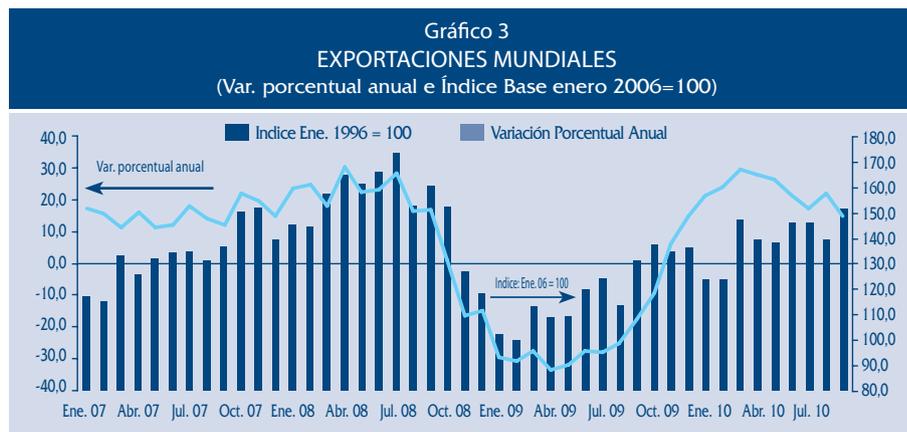
6. Sin embargo, tanto las economías desarrolladas como las emergentes vienen registrando una desaceleración a partir del tercer trimestre. Consistente con esta tendencia, se mantienen las previsiones de una moderación en el crecimiento mundial para 2011 y 2012 (3,7 por ciento en cada año). Se estima que en esos años las economías desarrolladas crecerían 1,9 y 2,0 por ciento mientras que las economías emergentes continuarían creciendo a tasas significativamente mayores (de 5,9 y 5,8 por ciento, respectivamente).

Cuadro 1 CRECIMIENTO MUNDIAL (Variaciones porcentuales anuales)							
	2009	2010		2011*		2012*	
		RI Set.10*	RI Dic.10*	RI Set.10	RI Dic.10	RI Set.10	RI Dic.10
Economías desarrolladas	-3,3	2,4	2,8	1,9	1,9	2,0	2,0
1. Estados Unidos	-2,6	2,7	2,8	2,4	2,4	2,4	2,4
2. Eurozona	-4,0	1,2	1,6	1,0	1,1	1,1	1,1
Alemania	-4,7	2,4	3,5	1,5	1,7	1,2	1,3
Francia	-2,6	1,4	1,6	1,3	1,3	1,3	1,3
3. Japón	-5,2	2,4	3,5	1,0	1,0	1,4	1,4
4. Reino Unido	-5,0	1,4	1,7	2,0	2,0	2,0	2,0
5. Canadá	-2,5	3,3	2,9	2,7	2,4	2,4	2,4
6. Otras economías desarrolladas	-1,4	4,4	5,0	3,2	3,2	3,1	3,2
Economías en desarrollo	2,5	6,2	6,6	5,8	5,9	5,8	5,8
1. África subsahariana	2,6	5,0	5,0	5,5	5,5	4,9	5,5
2. Europa Central y del Este	-3,6	2,8	3,5	3,4	3,4	3,6	3,5
3. Comunidad de Estados independientes	-6,5	4,1	4,2	4,0	4,2	4,2	4,2
Rusia	-7,9	4,1	3,8	3,8	3,8	3,7	3,8
4. Asia en desarrollo	6,9	8,3	8,6	7,6	7,6	7,6	7,6
China	9,1	9,5	9,7	8,9	8,9	8,8	8,8
India	5,7	7,5	8,3	6,9	7,2	6,9	7,2
5. Oriente Medio y Norte de África	2,0	4,5	4,1	4,7	4,9	4,8	4,8
6. América Latina y Caribe	-1,7	4,8	5,3	3,7	3,7	3,6	3,6
Brasil	-0,2	7,0	7,2	4,0	4,0	4,0	4,0
Economía Mundial	-0,6	4,2	4,5	3,7	3,7	3,7	3,7
Nota:							
BRICs 1/	5,0	8,1	8,3	7,2	7,3	7,1	7,2
Socios Comerciales 2/	-1,1	3,7	4,1	3,3	3,2	3,2	3,2
RI: Reporte de Inflación. * Proyección. 1/ Brasil, Rusia, India y China. 2/ Canasta de los 20 principales socios comerciales de Perú. Fuente: Bloomberg, FMI, Consensus Forecast.							





7. La recuperación del comercio mundial continuó en el tercer trimestre del año 2010, aunque a tasas menores. De acuerdo a la Organización Mundial del Comercio (OMC), el comercio mundial aumentó 23 por ciento entre enero y setiembre, continuando con la recuperación que se inició en el segundo trimestre del año 2009. Sobre la base de la información mensual, se observa que luego de una contracción en julio y agosto, las exportaciones mundiales se recuperaron en setiembre.



8. La desaceleración en el crecimiento para los años 2011 y 2012 se sustenta en varios factores cuya importancia, respecto al Reporte anterior, se mantiene o se ha acentuado en los últimos meses.

En las economías desarrolladas el consumo aún no muestra un crecimiento similar al de otros periodos post-crisis debido al proceso de desapalancamiento de las familias, a la escasa recuperación del empleo y al mantenimiento de las restricciones crediticias. Asimismo, el estancamiento de los mercados inmobiliarios viene afectando la recuperación del consumo, a través del efecto riqueza, y de la inversión residencial. Por último, el inicio del retiro del estímulo fiscal en las economías de la Eurozona, que incluye un ajuste más severo en algunas economías con problemas fiscales, es otro factor que afecta las perspectivas de recuperación.

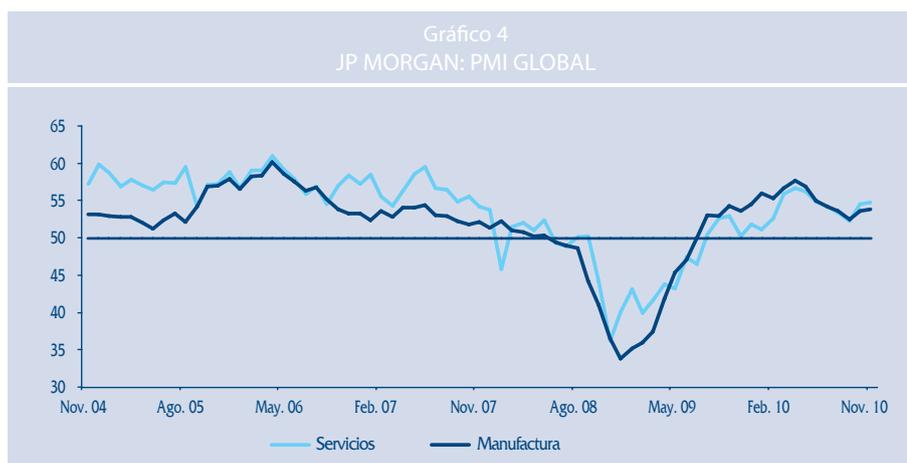
Cuadro 2
INDICADORES DE ECONOMÍAS DESARROLLADAS

	Crecimiento 2010			Desempleo		Inflación		Déficit Fiscal*		Deuda Pública*	
	Tasas trimestrales anualizadas			Tasas anuales		Porcentaje del PBI		Porcentaje del PBI		Porcentaje del PBI	
	I	II	III	Dic. 09	Oct. 10	Dic. 09	Nov. 10	2010	2011	2010	2011
EUA	3,7	1,7	2,5	10,0	9,6	2,7	1,1	10,5	8,8	89,4	94,7
Reino Unido	1,8	4,7	3,2	7,9	7,9	2,8	3,3	11,4	9,0	78,5	84,5
Eurozona	1,4	3,9	1,5	9,9	10,1	0,9	1,9	5,1	4,1	84,2	86,8
Alemania	2,3	9,5	2,8	8,1	7,5	0,9	1,5	3,1	2,8	78,8	81,6
Japón	6,6	1,8	3,9	5,2	5,0	-1,7	0,2	9,6	8,9	225,0	232,5

* Moody's, noviembre 2010. En el caso de Japón, la inflación corresponde a Oct.10.

En el caso de las economías emergentes, donde la actividad económica ha recuperado y superado los niveles observados previo a la crisis, la desaceleración prevista responde en muchos casos al retiro gradual de los estímulos monetario y fiscal y a la adopción de medidas que buscan evitar una expansión excesiva del crédito y la formación de burbujas en los mercados de activos.

A nivel sectorial, el índice agregado de actividad manufacturera de la encuesta a las gerencias de compras (índice PMI) mostró una reducción, aunque manteniéndose por encima del umbral de expansión. En setiembre, el índice manufacturero y el de servicios alcanzaron los niveles más bajos en 14 y 8 meses, para recuperarse en octubre y noviembre.



- En el caso de Estados Unidos el reciente dinamismo se sustenta en el consumo personal, la recuperación de los inventarios y la inversión no residencial. El consumo personal ha venido aumentando lentamente a tasas que aún están por debajo del 3 por ciento trimestral anual (2,8 por ciento en el tercer trimestre). Esta recuperación es significativamente menor al de otros periodos post-crisis, hecho que se explica por el alto nivel de endeudamiento de las familias, por las condiciones del mercado laboral (con un desempleo que ascendió a 9,8 por ciento en noviembre) y por las condiciones crediticias que, a diferencia de lo que se observa en las medianas y grandes empresas, se mantienen estrictas para el caso de las pequeñas empresas y las familias. Por otro lado, la inversión residencial y las exportaciones netas presentan contribuciones negativas al crecimiento de este año.

En este contexto de sobreendeudamiento de las familias y de moderación en la posición fiscal se estima que la economía crezca 2,4 por ciento en 2011 y 2012. El escenario base considera solo la extensión de los incentivos que se introdujeron en el periodo 2001-2003. En tal sentido, esta proyección tiene como principal factor





de incertidumbre la magnitud de los incentivos fiscales que se vienen discutiendo en el Congreso de EUA. Respecto al impacto de la flexibilización monetaria de la Reserva Federal (FED), existe cierto consenso de que el impacto no sería significativo.

Cuadro 3
EUA: CRECIMIENTO DEL PBI
(Tasas trimestrales anualizadas)

	3T.08	4T.08	1T.09	2T.09	3T.09	4T.09	1T.10	2T.10	3T.10
PBI	-4,0	-6,8	-4,9	-0,7	1,6	5,0	3,7	1,7	2,5
Consumo Personal	-3,5	-3,3	-0,5	-1,6	2,0	0,9	1,9	2,2	2,8
Duradero	-12,0	-22,3	4,8	-3,1	20,1	-1,1	8,8	6,8	7,4
No Duradero	-5,5	-4,9	0,4	-0,7	1,7	3,1	4,2	1,9	1,8
Servicios	-1,3	0,6	-1,6	-1,7	-0,5	0,5	0,1	1,6	2,5
Inversión Bruta	-12,5	-36,8	-42,2	-18,5	11,8	26,7	29,1	26,2	12,4
Inversión Fija	-11,9	-24,9	-35,4	-10,1	0,7	-1,3	3,3	18,9	1,7
No Residencial	-8,6	-22,7	-35,2	-7,5	-1,7	-1,4	7,8	17,2	10,3
Residencial	-22,6	-32,6	-36,2	-19,7	10,6	-0,8	-12,3	25,7	-27,5
Exportaciones	-5,0	-21,9	-27,8	-1,0	12,2	24,4	11,4	9,1	6,3
Importaciones	-0,1	-22,9	-35,3	-10,6	21,9	4,9	11,2	33,5	16,8
Gasto de Gobierno	5,3	1,5	-3,0	6,1	1,6	-1,4	-1,6	3,9	4,0

Fuente: BEA.

10. En el caso de la Eurozona, las perspectivas de crecimiento para los años siguientes se ven afectadas por la situación fiscal de algunas economías (Irlanda, Grecia, Portugal y España) y por la adopción de medidas fiscales tendientes a reducir los elevados déficit fiscales. Cabe señalar, que en lo que va del año, la evolución al interior de la Eurozona no ha sido uniforme. Mientras que las economías afectadas por la incertidumbre sobre su sostenibilidad fiscal crecían a tasas negativas o cercanas a cero, en Alemania, la evolución favorable de las exportaciones y la demanda interna permitiría un crecimiento de alrededor de 3 por ciento. Para los años siguientes se estima que la Eurozona crecería a tasas ligeramente superiores a 1 por ciento.

La mayor volatilidad se inició en setiembre en Grecia, luego de que Eurostat revisara las cuentas fiscales desde el año 2006 y revelara la poca probabilidad del cumplimiento de la meta fiscal en 2010. En una coyuntura de contracción de la actividad no se ve factible la implementación de un ajuste adicional, por lo que se considera probable alguna forma de reestructuración del saldo de deuda.

Cuadro 4
INDICADORES DE EUROPA
(Porcentaje del PBI)

	2008	2009	2010*	2011 *
Irlanda (PBI 2009: US\$ 264,9 mil millones)				
Crecimiento (%)	-3,6	-7,6	-0,5	1,2
Spreads CDS (Pbs) 1/	181	158	605	--
Déficit fiscal	-7,3	-14,4	-31,6	-9,5
Deuda pública	44,3	65,5	98,0	113,0
Vencimiento deuda soberana (US\$ mil millones) 2/	--	--	0,0	17,4
Vencimiento deuda bancaria (US\$ mil millones) 2/	--	--	2,7	10,7
Portugal (PBI 2009: US\$ 233,5 mil millones)				
Crecimiento (%)	0,0	-2,5	1,6	0,0
Spreads CDS (Pbs) 1/	96	92	543	--
Déficit fiscal	-2,9	-9,3	-7,3	-5,0
Deuda pública	65,3	76,1	83,0	89,0
Vencimiento deuda soberana (US\$ mil millones) 2/	--	--	4,0	38,9
Vencimiento deuda bancaria (US\$ mil millones) 2/	--	--	0,0	14,7
España (PBI 2009: US\$ 1 467,9 mil millones)				
Crecimiento (%)	0,8	-3,7	-0,3	0,0
Spreads CDS (Pbs) 1/	101	113	364	--
Déficit fiscal	-4,2	-11,1	-9,1	-6,5
Deuda pública	39,8	53,2	64,0	70,0
Vencimiento deuda soberana (US\$ mil millones) 2/	--	--	25,5	168,8
Vencimiento deuda bancaria (US\$ mil millones) 2/	--	--	10,7	111,2
Grecia (PBI 2009: US\$ 330,8 mil millones)				
Crecimiento (%)	1,3	-2,3	-4,3	-2,7
Spreads CDS (Pbs) 1/	232	283	965	--
Déficit fiscal	-9,4	-15,4	-9,4	-7,8
Deuda pública	110,3	126,8	141,0	152,0
Vencimiento deuda soberana (US\$ mil millones) 2/	--	--	0,0	64,3
Vencimiento deuda bancaria (US\$ mil millones) 2/	--	--	1,3	17,4

1/ 2009: A diciembre y 2010: 30 de noviembre.

2/ Para el 2010 corresponde a los vencimientos de noviembre y diciembre.

Fuente: Moodys, Deutsche Bank, Barclays, JP. Morgan y Eurostat.

* Proyecciones de bancos de inversión.

En el caso de Irlanda, el incremento del déficit fiscal asociado al rescate de la banca obligó al país a solicitar asistencia del Fondo Monetario Internacional (FMI)/Unión Europea (UE). La banca irlandesa ha sido afectada severamente por la corrección de la burbuja de precios inmobiliarios; producto del rescate del gobierno se ha ido convirtiendo paulatinamente en banca estatal.





Estos desarrollos han generado incertidumbre sobre otras economías europeas como el caso de Portugal y España. El déficit fiscal de Portugal se agravó durante la crisis debido a la caída en los ingresos tributarios, al desempeño de los estabilizadores automáticos y al estímulo fiscal que llevó a cabo el gobierno. Si bien Portugal se encuentra en mejor posición que los otros países con problemas de financiamiento fiscal, la expectativa de bajo crecimiento y el elevado déficit en cuenta corriente, haría más difícil que el país afronte los problemas de deuda.

La economía española tiene mejores fundamentos relativos (niveles de deuda y déficit fiscal) pero presenta vulnerabilidades macroeconómicas y financieras. España presenta rigideces estructurales que evitan un ajuste de competitividad lo suficientemente rápido para el retorno a una senda de crecimiento sostenible. El alto nivel de desempleo (19,8 por ciento) dificulta el logro de la meta de ajuste del déficit de 6 por ciento para 2011 y existen riesgos en el sistema bancario, dada su exposición al mercado inmobiliario y, por lo tanto, a la corrección de la burbuja de precios.

En Reino Unido el crecimiento se ha sustentado básicamente en las exportaciones netas, la inversión y el consumo doméstico. Para los próximos meses, no se espera mayores tasas de recuperación para el consumo ni para el gasto del gobierno, mientras que por el contrario, se espera una mayor consolidación de la inversión y exportaciones netas. Con ello el crecimiento de este año sería de 1,7 por ciento. Para los próximos años, dados los planes de recorte fiscal y el incremento de los impuestos (el IVA se elevaría de 17,5 a 20,0 por ciento a partir de 2011) así como el poco espacio para un mayor estímulo monetario (la inflación de octubre fue 3,2 por ciento), el crecimiento se mantendría en tasas de alrededor de 2 por ciento.

La actividad económica reciente de Japón mostró una importante recuperación con un crecimiento de 3,9 por ciento en el tercer trimestre, mayor a lo esperado y al registrado en el segundo trimestre (1,6 por ciento). Este incremento se explica por la evolución favorable del consumo que aumentó en previsión de la próxima finalización de una serie de incentivos. En tal sentido, se espera que el crecimiento para el cuarto trimestre sea menor por la corrección esperada en el consumo de bienes durables y que las tasas de crecimiento de los próximos años se ubiquen en alrededor de 1 por ciento. En este contexto, el Banco Central de Japón anunció un nuevo programa de compra de activos y el Ministerio de Finanzas aprobó un programa de estímulo por ¥ 5,1 billones, el cual busca evitar la deflación y detener la apreciación del yen.

11. Dentro de las economías emergentes, se espera que China modere su dinamismo luego del fuerte crecimiento registrado entre enero y setiembre. Para los años 2011 y 2012 se estima un crecimiento de 8-9 por ciento. En el tercer trimestre de 2010 ya se observa una moderación en el crecimiento (9,6 por ciento luego de registrar tasas de 12 y 10 por ciento en el primer y segundo trimestre), nivel

cercano al crecimiento trimestral promedio de la década. Los indicadores de consumo, inversión y sector externo confirman este comportamiento.

La evolución en China responde en parte a las medidas adoptadas por el gobierno para mantener la inflación bajo control, frenar el aumento del crédito y evitar la formación de una burbuja de precios en algunos sectores como el inmobiliario y el bursátil. El índice de precios al consumidor ha venido subiendo sostenidamente durante el año alcanzando una tasa anual de 5,1 por ciento en noviembre, liderado principalmente por la evolución de los precios de los alimentos (11,7 por ciento en noviembre) que representa casi la tercera parte de los precios. En este contexto, desde setiembre, el Banco Central ha elevado el encaje en tres oportunidades así como la tasa de interés para préstamos y depósitos (que no subían desde 2005).



Cuadro 5
INDICADORES DE ACTIVIDAD DE CHINA

	Junio	Julio	Agosto	Setiembre	Octubre	Noviembre
PMI manufactura	52,1	51,2	51,7	53,8	54,7	55,2
Producción Industrial (var% 12 meses)	13,7%	13,4%	13,9%	13,3%	13,1%	13,3%
Inversión en activos fijos (var% 12 meses)	25,5%	24,9%	24,8%	24,5%	24,4%	24,9%
Ventas minoristas (var% 12 meses)	18,3%	17,9%	18,4%	18,8%	18,6%	18,7%
Exportaciones (var% 12 meses)	43,9%	38,1%	34,4%	25,1%	22,9%	34,9%
Importaciones (var% 12 meses)	24,1%	22,7%	35,2%	24,1%	25,3%	37,7%
Nuevos préstamos (miles de millones de yuanes)	603	533	545	596	588	564
Inflación (var% 12 meses)	2,9%	3,3%	3,5%	3,6%	4,4%	5,1%
Precios de viviendas*	11,4%	10,3%	9,3%	9,1%	8,6%	7,7%

Fuente: Bloomberg.
* Comisión para el desarrollo y la reforma nacional.





12. Las economías de América Latina también han moderado su ritmo de expansión luego de la fuerte recuperación de inicios de año. Sin embargo, esta desaceleración era anticipada y no implicaría un cambio de tendencia sino evidenciaría una evolución más gradual en los periodos siguientes.

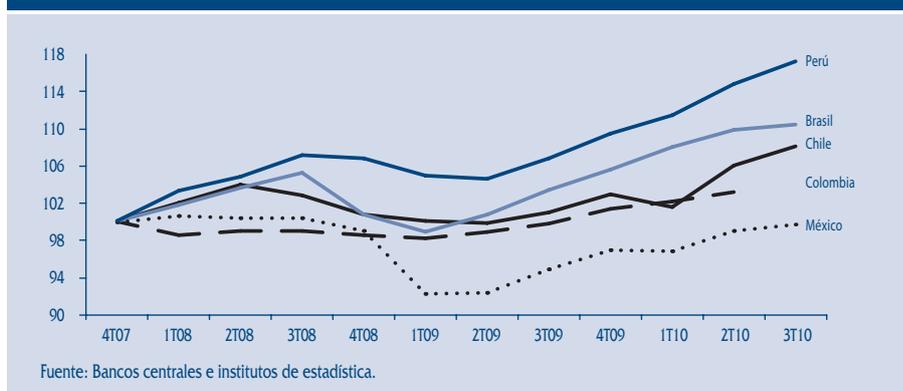
En el caso de Brasil el mercado laboral permanece con un bajo nivel de desempleo mientras que en Chile, el consumo y la inversión continúan impulsando el crecimiento. En México se espera una mejora en la confianza del consumidor y el empleo en los meses siguientes. Se estima que la región crecería 5,3 por ciento en 2010, y alrededor de 3,7 por ciento en los próximos dos años en línea con una expansión más moderada.

Cuadro 6
PBI: EJECUCIÓN TRIMESTRAL
(Tasas de crecimiento respecto al mismo trimestre del año anterior)

	2008				2009				2010		
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III
Asia Emergente											
China	10,6	10,1	9,0	6,8	6,2	7,9	9,1	10,7	11,9	10,3	9,6
Corea	5,5	4,4	3,3	-3,3	-4,3	-2,2	1,0	6,0	8,1	7,2	4,4
India	8,5	7,8	7,5	6,1	5,8	6,0	8,6	6,5	8,6	8,8	8,9
Indonesia	6,2	6,3	6,3	5,3	4,5	4,1	4,2	5,4	5,7	6,2	5,8
Malasia	7,6	6,5	4,9	0,1	-6,2	-3,9	-1,2	4,4	10,1	8,9	5,3
América Latina											
Brasil	6,4	6,5	7,1	0,8	-3,0	-2,8	-1,8	5,0	9,3	9,2	6,7
Chile	3,7	5,1	5,2	0,7	-2,1	-4,5	-1,4	2,1	1,5	6,5	7,0
Colombia	5,1	4,5	3,1	-1,5	-0,4	-0,2	0,9	3,0	4,2	4,5	--
México	2,6	3,0	1,6	-1,1	-7,9	-10,0	-6,1	-2,3	4,3	7,6	5,3
Perú	10,3	11,7	10,9	6,5	1,9	-1,2	-0,6	3,4	6,2	10,2	9,7

Fuente: Bancos centrales e institutos de estadística, FMI, Bloomberg.

Gráfico 6
EVOLUCIÓN DEL PBI DE AMÉRICA LATINA
(Datos desestacionalizados, 4T.07 = 100)



Mercados Financieros

13. Desde fines de agosto los mercados estuvieron fuertemente influidos por las expectativas de un nuevo paquete de estímulo monetario (QE2) por parte de la FED. Dicha medida, anunciada en noviembre, implica la compra, hasta junio de 2011, de bonos del Tesoro por un monto total de US\$ 600 mil millones. Las perspectivas de una mayor liquidez en dólares y la menor aversión al riesgo se tradujeron en una recuperación de las bolsas, la depreciación del dólar en los mercados financieros y el incremento de las posiciones no comerciales en los mercados de *commodities*.

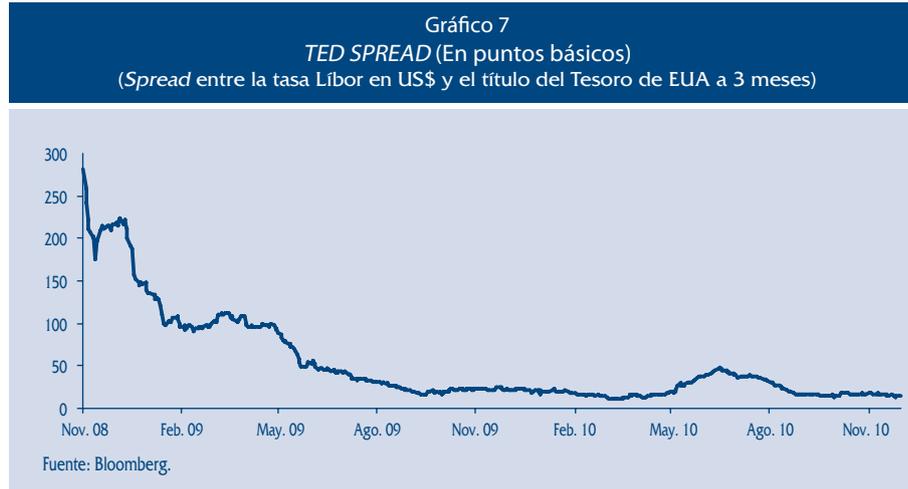
Sin embargo, esta tendencia se ha venido revirtiendo en las últimas semanas ante la preocupación por la situación fiscal de algunos países de la Eurozona y por la aplicación de medidas restrictivas por parte de China. Asimismo, los mercados financieros internacionales han mostrado una mayor volatilidad, en particular en lo que se refiere a los mercados europeos y a la cotización del dólar respecto al euro.

Cuadro 7
INDICADORES DE LOS MERCADOS INTERNACIONALES

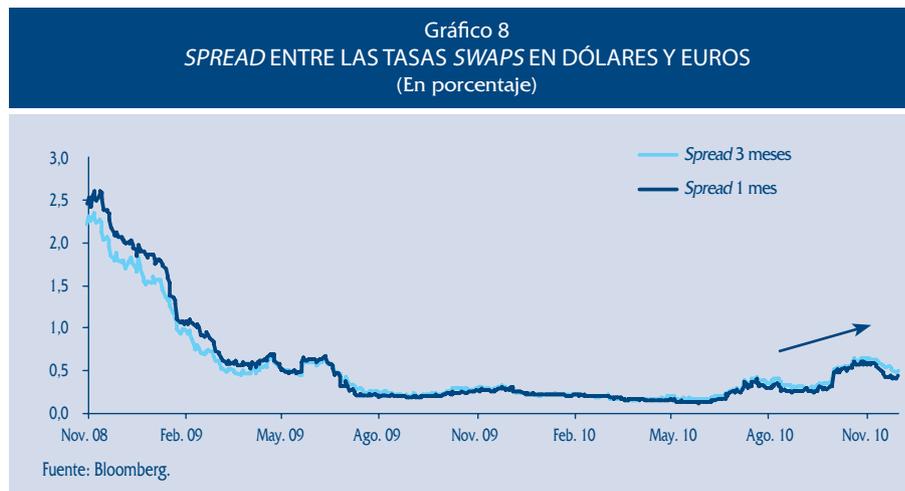
INDICADORES ECONÓMICOS	Dic.09	Ago.10	Set.10	Oct.10	Nov.10	Variaciones mensuales		
						Set/Ago	Oct/Set	Nov/Oct
						Variaciones en porcentajes		
DOW JONES	10 428	10 428	10 788	11 118	11 006	3%	3%	-1%
EURO (dólares por euro)	1,43	1,27	1,36	1,39	1,30	7%	2%	-7%
DÓLAR / CANASTA	101,60	103,61	100,07	98,70	100,61	-3%	-1%	2%
ORO - (\$/Oz.T.)	1 098,0	1 247,2	1 301,9	1 346,8	1 385,6	4%	3%	3%
COBRE - (US\$/Lb)	3,33	3,34	3,65	3,73	3,80	9%	2%	2%
VIX	21,68	27,21	23,70	21,20	22,53	-13%	-11%	6%
						Variaciones en pbs		
BONO TESORO USA 10 AÑOS (%)	3,84	2,47	2,51	2,60	2,80	4,2	8,9	19,8
LIBOR 3M (%)	0,25	0,30	0,29	0,29	0,30	-1	0	1
SPR. EMBIG Eco. Emerg. (pbs)	165	191	174	136	180	-17	-38	44

14. En los mercados de dinero las condiciones de liquidez, luego de la mejora observada entre julio y setiembre, han permanecido estables. Las tasas interbancarias en dólares se han mantenido en línea con los bajos niveles de las tasas de interés de política monetaria de los principales bancos centrales de las economías desarrolladas.

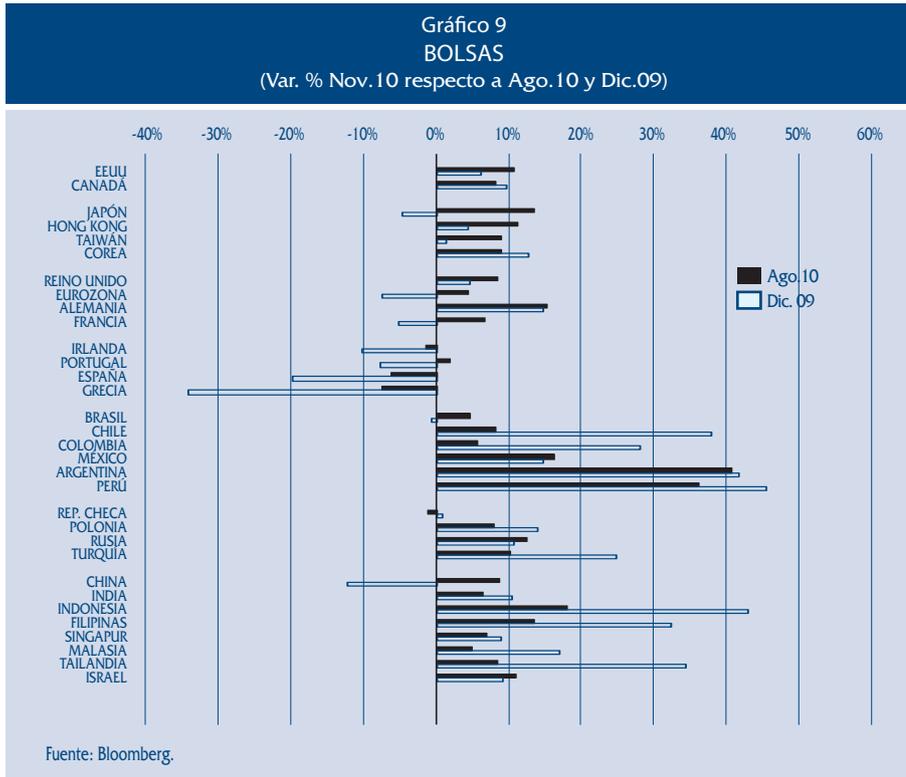




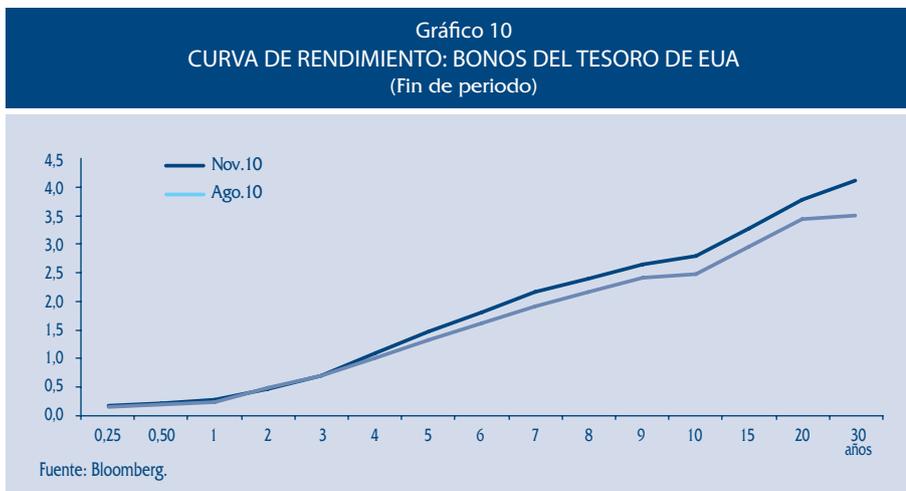
Sin embargo, en los mercados interbancarios europeos, desde la última quincena de noviembre, se han registrado presiones de la liquidez. En el caso de la liquidez en euros, la demanda de la banca por recursos del Banco Central Europeo (BCE) se ha elevado, tanto en monto como en número de bancos. En este contexto, en la reunión de política monetaria de diciembre, el BCE decidió extender el plazo de los instrumentos no convencionales de inyección de liquidez, que previamente vencían a fines de este año, hasta fines de marzo del próximo año. En el caso de la liquidez en dólares, las presiones de liquidez se han reflejado en el incremento de los spreads de las tasas swaps (entre dólares y euros).



15. En los mercados de capitales las principales bolsas siguieron con tendencia al alza y la mayoría de índices bursátiles experimentaron ganancias. A las expectativas de flexibilización monetaria por parte de la FED se sumaron los resultados corporativos del tercer trimestre que fueron mejores que lo esperado. Con ello, muchas bolsas ya han compensado las pérdidas registradas durante la crisis financiera internacional.



16. En los mercados de renta fija los rendimientos de los títulos del Tesoro se han mantenido bajos. Los rendimientos del tramo corto (hasta 2 años) han alcanzado mínimos pero los del tramo mayor han corregido al alza, desarrollo en línea con el programa de compras estipuladas por el QE2, que da menor peso que el esperado a las compras de títulos de largo plazo (mayores de 10 años). El empinamiento de la curva de rendimiento reflejaría además la expectativa del mercado sobre el impacto del programa QE2 en la actividad económica y la inflación futura.





17. Con respecto a los *spreads* crediticios, los *spreads* de los bonos corporativos de las empresas de alto grado de inversión de EUA se han reducido significativamente (en octubre alcanzaron mínimos históricos), al igual que los *spreads* de las economías emergentes. En noviembre se observa una ligera reversión de esta evolución.

Por el contrario los *spreads* crediticios soberanos de algunas economías de la Eurozona se han elevado significativamente en línea con los mayores riesgos de contagio de la crisis de Irlanda hacia Portugal y España. En este contexto, desde mediados de noviembre, el BCE ha acentuado sus compras de bonos soberanos de algunas de las economías de la Eurozona (luego de varias semanas de descensos consecutivos).

Cuadro 8
SPREAD DEL CREDIT DEFAULT SWAP (CDS, 5 AÑOS, EN PBS.) 1/

	Dic.08	Dic.09	Mar.10	Jun.10	Set.10	Oct.10	Nov.10
Corporativos (deuda senior)							
Grado de Inversión EUA	214	121	99	126	117	93	99
Grado de Inversión Eurozona	178	76	78	129	111	98	117
Soberanos							
Portugal	96	92	139	310	409	379	543
Irlanda	181	158	146	266	458	472	605
Grecia	232	283	333	909	775	795	965
España	101	113	116	261	231	214	364
Alemania	46	26	32	45	39	35	56
Reino Unido	107	83	77	76	65	54	77
Francia	54	32	46	90	79	70	105
Italia	157	109	116	190	197	171	268
Perú	303	124	127	136	119	108	130
Colombia	308	143	149	148	116	101	126
Chile	203	69	81	105	73	68	93
México	292	133	117	134	121	106	127
Brasil	299	123	130	138	115	100	123

Fuente: Bloomberg.

1/ El CDS es un instrumento financiero que asegura contra las pérdidas ante un evento de moratoria.

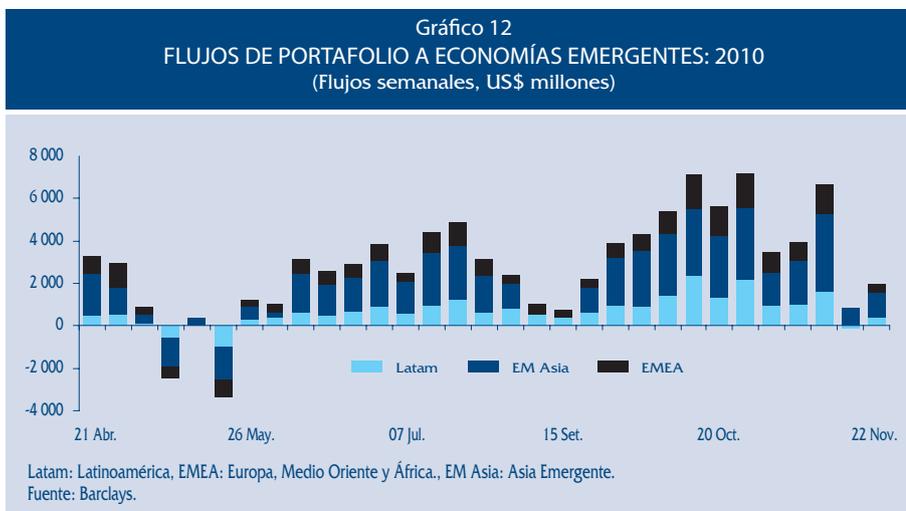
Asimismo, en los mercados de *commodities*, se ha observado un aumento de las posiciones no comerciales, y la subida de las cotizaciones de minerales y granos cuyos precios se abaratan en términos de la moneda local.

18. En los mercados cambiarios destacó la depreciación del dólar durante los meses de setiembre y octubre: en dicho periodo el dólar se depreció 6 por ciento, respecto a una canasta de monedas y alcanzó niveles no observados desde agosto 2008. Con respecto al euro, el dólar se cotizó en un mínimo de US\$ 1,42

el 4 de noviembre lo que significó una depreciación de 9 por ciento respecto a agosto; con respecto al yen la depreciación fue algo menor (6 por ciento) por las desfavorables perspectivas de crecimiento de Japón y por las medidas de compra de títulos anunciada por su banco central. Sin embargo, con la acentuación de los problemas fiscales en Europa desde fines de octubre, el dólar ha comenzado a revertir ligeramente esta tendencia, en particular frente al euro y la libra.

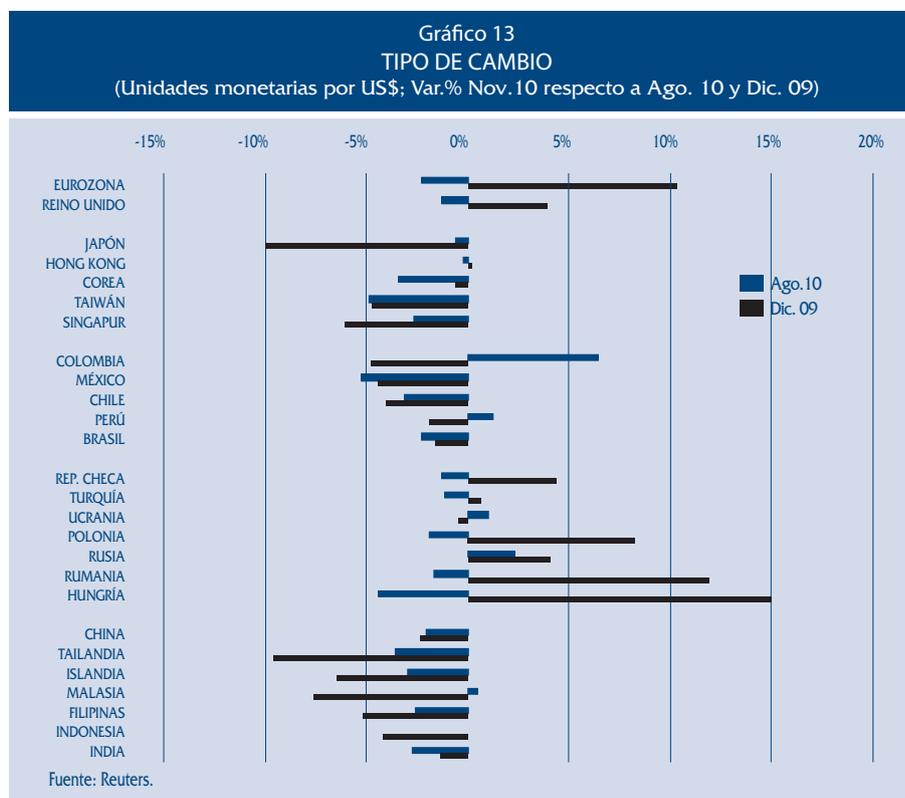


Las expectativas de mayor liquidez en dólares, la menor aversión al riesgo y las perspectivas favorables de crecimiento económico de muchas economías emergentes han llevado a un incremento en los flujos de capitales hacia estas economías, en particular en setiembre y octubre, y han acentuado la tendencia apreciatoria que se ha observado en la mayor parte del año.





Las presiones apreciatorias sobre las monedas de las economías emergentes han generado diversas respuestas. Algunos bancos centrales han intervenido en el mercado cambiario, han aplicado algún tipo de restricciones a la entrada de capitales o han dictado medidas para flexibilizar la salida de capitales. Adicionalmente, se han aplicado medidas tributarias y regulaciones prudenciales para atenuar los flujos externos de corto plazo. Estas presiones apreciatorias, junto con la incertidumbre respecto a la recuperación de la economía mundial, también explicarían la moderación en el ciclo de alzas en la tasa de interés o la aplicación de otras medidas, como la elevación del encaje.



Decisiones de tasas

19. Entre setiembre y noviembre la mayoría de bancos centrales de las economías desarrolladas mantuvieron sus tasas de interés. Sólo en algunos casos (Canadá y Suecia) los bancos centrales empezaron o continuaron con el retiro del estímulo monetario, aunque desde niveles de tasas históricamente bajos. Por otro lado, tanto la FED como el Banco de Japón anunciaron programas de compras de activos (por US\$ 600 mil millones y ¥ 5 billones, respectivamente).

Por el contrario, varias economías emergentes continuaron con el ciclo de alza de tasas dada la recuperación de la actividad económica y el incremento en las presiones

inflacionarias o cierta evidencia de crecimiento excesivo en el crédito. Esta tendencia al alza fue más moderada en los últimos meses debido a cierta evidencia de moderación en el crecimiento económico y a la incertidumbre en el entorno internacional.

Cabe señalar, además, que en el contexto de fuertes presiones apreciatorias, algunos bancos centrales también recurrieron al encaje para moderar la expansión del crédito.

Cuadro 9
TASAS DE INTERÉS DE POLÍTICA MONETARIA

	Set.08	Dic.08	Dic.09	May.10	Jun.10	Jul.10	Ago.10	Nov.10	Variación (pbs.) acumulada			
									Ago.10	Dic.09	Set.08	
Países que han mantenido tasas												
BCE	4,25	2,50	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	0	0	-325	
Brasil	13,75	13,75	8,75	9,50	10,25	10,75	10,75	10,75	0	200	-300	
Colombia	10,00	9,50	3,50	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	0	-50	-700	
Filipinas	6,00	5,50	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	0	0	-200	
Estados Unidos	2,00	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0	0	-175	
Indonesia	9,25	9,25	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50	0	0	-275	
Japón	0,50	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0	0	-40	
Malasia	3,50	3,25	2,00	2,50	2,50	2,75	2,75	2,75	0	75	-75	
México	8,25	8,25	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	0	0	-375	
Noruega	5,75	3,00	1,75	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	0	25	-375	
Nueva Zelanda	7,50	5,00	2,50	2,50	2,75	3,00	3,00	3,00	0	50	-450	
Polonia	6,00	5,00	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	0	0	-250	
Reino Unido	5,00	2,00	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0	0	-450	
República Checa	3,50	2,25	1,00	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0	-25	-275	
Suiza	2,75	0,50	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0	0	-250	
Tailandia	3,75	2,75	1,25	1,25	1,25	1,50	1,75	1,75	0	50	-200	
Turquía	16,75	15,00	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50	0	0	-1 025	
Países que han aumentado tasas												
Australia	7,00	4,25	3,75	4,50	4,50	4,50	4,50	4,75	25	100	-225	
Canadá	3,00	1,50	0,25	0,25	0,50	0,75	0,75	1,00	25	75	-200	
Chile	8,25	8,25	0,50	0,50	1,00	1,50	2,00	3,00	100	250	-525	
China	7,20	5,31	5,31	5,31	5,31	5,31	5,31	5,56	25	25	-164	
Corea del Sur	5,25	3,00	2,00	2,00	2,00	2,25	2,25	2,50	25	50	-275	
Hungría	8,50	10,00	6,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,50	25	-75	-300	
India	9,00	6,50	4,75	5,25	5,25	5,75	5,75	6,25	50	150	-275	
Israel	4,25	2,50	1,25	1,50	1,50	1,75	1,75	2,00	25	75	-225	
Pakistán	13,00	15,00	12,50	12,50	12,50	13,00	13,00	14,00	100	150	100	
Perú	6,50	6,50	1,25	1,50	1,75	2,00	2,50	3,00	50	175	-350	
Suecia	4,75	2,00	0,25	0,25	0,25	0,50	0,50	1,00	50	75	-375	
Taiwán	3,50	2,00	1,25	1,25	1,38	1,38	1,38	1,50	13	25	-200	
Países que han disminuido tasas												
Sudáfrica	12,00	11,50	7,00	6,50	6,50	6,50	6,50	5,50	-100	-150	-650	
Islandia	15,50	18,00	10,00	8,50	8,00	8,00	7,00	5,50	-150	-450	-1 000	
Países que no se han reunido												
Eslovaquia	4,25	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	0	0	-175	

Fuente: Reuters y Bloomberg.





Términos de intercambio y precios de *commodities*

20. Las cotizaciones de *commodities* continuaron recuperándose durante 2010 impulsadas por la mayor actividad económica, la recuperación del comercio mundial, una mayor demanda de inversionistas y algunos choques de oferta, en particular, en alimentos. Esta recuperación se vio acentuada por las expectativas, y posterior anuncio, del QE2 por parte de la FED. Posteriormente, los precios se han visto afectados por la situación fiscal de algunas economías de Europa y la aplicación de medidas por parte de China para moderar la expansión de la demanda.

Con ello, los términos de intercambio cerrarían el año 2010 con un incremento de 17 por ciento impulsado principalmente por la recuperación de los precios de nuestros productos de exportación. Para los años 2011 y 2012 se estima que los términos de intercambio disminuirán moderadamente.



Cuadro 10
TÉRMINOS DE INTERCAMBIO
(Variaciones y precios promedio)

	Ejecución		2010		2011		2012	
	2009	A Oct.10	RI Set.10	RI Dic.10	RI Set.10	RI Dic.10	RI Set.10	RI Dic.10
Términos de intercambio	-5,5	20,3	13,8	17,2	-3,6	-0,7	-1,6	-1,2
Precios de Exportaciones	-12,5	31,9	24,4	28,4	-0,4	3,5	0,6	0,4
Cobre (ctv por libra)	234	331	324	339	325	380	325	380
Zinc (ctv por libra)	75	97	93	98	90	98	90	98
Oro (US\$ por onza)	974	1 194	1 180	1 222	1 212	1 300	1 212	1 300
Precios de Importaciones	-7,4	9,9	9,4	9,6	3,3	4,2	2,2	1,7
Petróleo (US\$ por barril)	62	78	76	79	75	86	75	86
Trigo (US\$ por TM)	193	182	199	196	266	288	257	289
Maíz (US\$ por TM)	139	146	147	158	181	234	180	219
Aceite de Soya (US\$ por TM)	729	812	817	858	910	1 123	926	1 133
Arroz (US\$ por TM)	561	496	483	500	450	518	450	515
Azúcar (US\$ por TM)	412	558	496	598	405	663	356	561

21. La mayor liquidez en los mercados, luego del anuncio del QE2 en EUA, se ha dirigido a fondos de inversión en *commodities*. En octubre el flujo de inversiones¹ en *commodities* fue de US\$ 7 mil millones, principalmente en energía y agricultura, acumulando US\$ 50 mil millones en el año. Con ello, el total de inversiones mantenidas en *commodities* llegó al nivel récord de US\$ 340 mil millones. Los mayores flujos hacia posiciones no comerciales se registran en cobre, petróleo y alimentos (en particular maíz y soya). El aumento de precios en alimentos, por su parte, viene generando presiones inflacionarias en algunos países.

Cuadro 11
INFLACIÓN 12 MESES: PAÍSES SELECCIONADOS

	Brasil 1/		Rusia		India 2/		China		Perú	
	Jun.10	Nov.10	Jun.10	Nov.10	Jun.10	Nov.10	Jun.10	Nov.10	Jun.10	Nov.10
IPC	4,8	5,6	5,8	8,1	10,3	7,5	2,9	5,1	1,6	2,2
IPC alimentos	9,2	12,6	4,5	11,2	20,1	13,0	6,8	11,7	2,5	3,0

1/ El IPC alimentos corresponde al Índice de Alimentos de la ciudad de Sao Paulo.

2/ El IPC corresponde al Índice de Precios al Por Mayor.

Fuente: Bloomberg.

Cobre

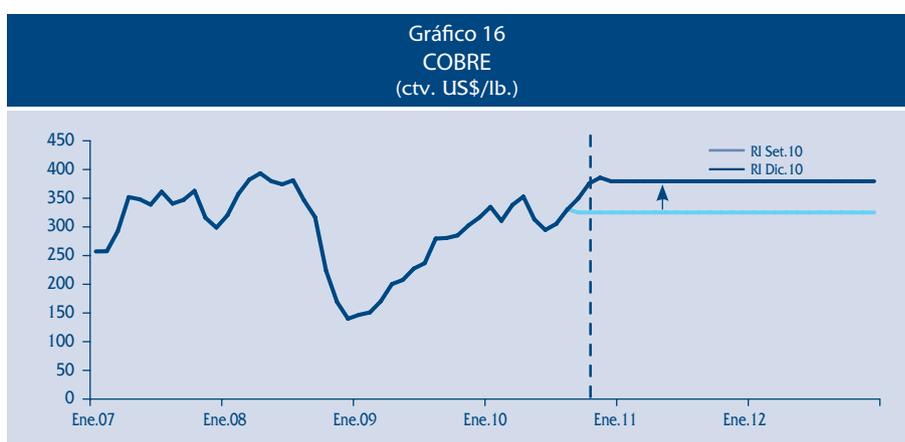
22. La cotización del cobre continuó con la tendencia alcista, interrumpida en noviembre por la incertidumbre generada por los problemas fiscales en Europa. Entre enero y

1 Incluye inversionistas institucionales y minoristas.



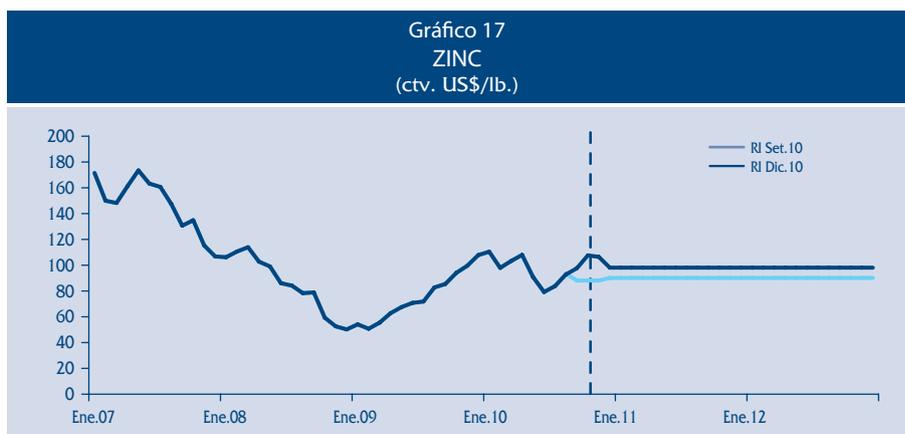


noviembre de 2010, el cobre ha registrado un alza de 22 por ciento alcanzando el 11 de noviembre un nivel máximo de US\$ 4 (nivel no observado desde mediados de 2008). Entre los factores que impulsaron el precio al alza se encuentran las mayores importaciones de concentrados y refinados por parte de China y Japón, la recuperación del sector industrial y manufacturero en economías desarrolladas, así como las restricciones de oferta en los principales países productores (huelgas en Chile y cierre de operaciones en minas en China). Se estima que el precio se mantendrá elevado (alrededor de US\$/lb. 3,80) durante el horizonte de proyección.



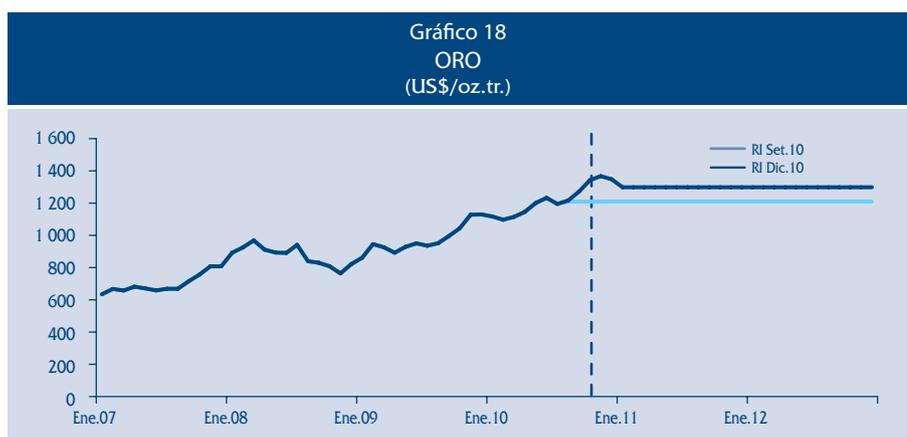
Zinc

23. El precio del zinc siguió una evolución similar a la de la mayoría de metales básicos pero sin recuperar el nivel del cierre de 2009. Entre enero y noviembre el precio cayó 1 por ciento hasta ubicarse en US\$/lb. 1,064 luego de caer hasta US\$/lb. 0,790 en junio al aumentar la incertidumbre sobre la recuperación de la actividad mundial y al registrarse una mayor producción de concentrados en Australia, China e India y de refinados en Canadá, China y Bélgica. Los inventarios en bolsas de metales subieron durante el año. Se proyecta que el precio se estabilizaría alrededor de US\$/lb. 1,0 a partir de 2011.



Oro

24. El precio del oro mantuvo una sostenida tendencia al alza durante el año debido al aumento de la demanda de inversionistas que buscaron diversificar sus portafolios en una coyuntura incierta respecto a la recuperación de la actividad económica. La cotización cerró en noviembre en un promedio de US\$/oz.tr. 1 369 reflejando un incremento de 21 por ciento respecto al cierre de 2009. El 9 de noviembre, el oro alcanzó un máximo histórico de US\$/oz.tr 1 421 impulsado básicamente por la mayor demanda de inversionistas en una coyuntura de problemas fiscales en algunos países de la Eurozona y su probable contagio a otras economías. Luego de ello, el precio se ha estabilizado alrededor de US\$/oz.tr 1 300.



Petróleo

25. El precio del petróleo aumentó 14 por ciento en lo que va del año, ubicándose en noviembre en un nivel promedio de US\$. 84,3 por barril, siguiendo un comportamiento similar al de los metales básicos. El aumento en los últimos cuatro meses del año se explicó por la evolución favorable de algunas economías desarrolladas y China y por factores de oferta (Canadá, EUA, Francia) y tensiones geopolíticas entre EUA e Irán. No obstante, hechos como la preocupación en torno al aumento de las tasas de interés en China y los temores de que la crisis de deuda de la Eurozona hizo que el precio del petróleo se reduzca las dos últimas semanas de noviembre.

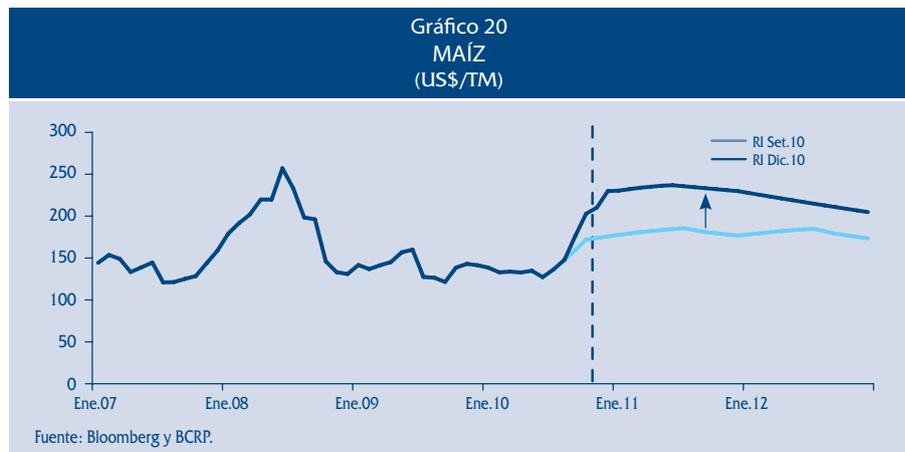
Sin embargo, los inventarios de crudo en EUA han venido aumentando a lo largo del año. A mediados de noviembre fueron mayores en 10 por ciento al nivel de diciembre de 2009.





Maíz

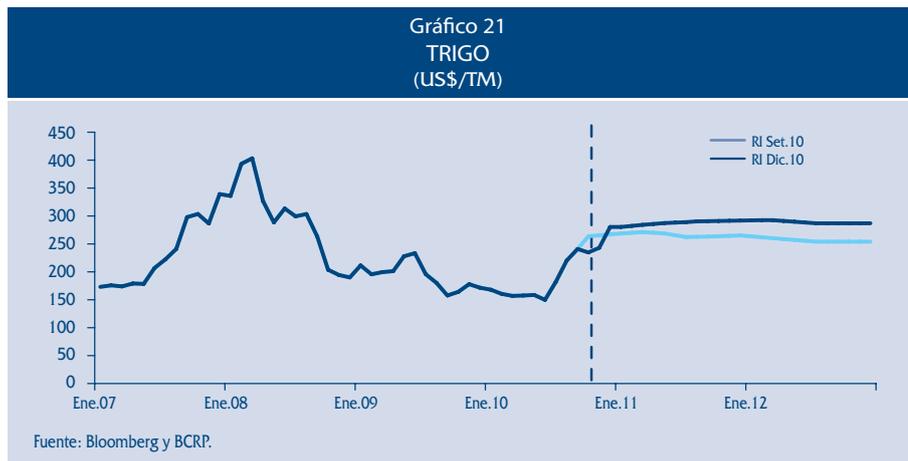
26. La cotización del maíz se mantuvo al alza en lo que va del año registrando un aumento de 48 por ciento hasta llegar a un nivel promedio de US\$/TM 203 en noviembre. El precio estuvo impulsado por el recorte en el estimado de producción del Departamento de Agricultura de los Estados Unidos (la principal reducción se observó en EUA por menores rendimientos) a lo que se sumó que China se mantiene como importador neto de maíz. Estos hechos incentivaron una mayor demanda por el resto de alimentos llevando a un aumento de la mayoría de precios. Ello se vio exacerbado por las mayores compras especulativas por parte de inversionistas. Se espera que el precio corrija a la baja desde mediados de 2011.



Trigo

27. En noviembre el trigo registró un incremento de 41 por ciento respecto a diciembre 2009, cerrando el mes con una cotización promedio de US\$/TM 240. El precio del trigo mostro una tendencia al alza asociada a las restricciones de oferta por la fuerte sequia en Europa oriental y al incremento en el precio del

maíz. Respecto a la oferta de trigo, Ucrania impuso una cuota de exportación de granos hasta fin de año; lo cual, sumado a la prohibición de exportación de trigo por parte de Rusia, generaron presiones al alza en el precio. Las restricciones de exportación de Ucrania se venían dando hace algunos meses debido a mayores trámites requeridos en aduanas. En ese contexto, se estima que la cotización se mantendrá elevada en 2011 y 2012.



Aceite de Soya

28. El precio del aceite de soya registró un incremento de 29 por ciento en lo que va de 2010 llegando en noviembre a una cotización promedio de US\$/TM 1 047. El aceite de soya aumentó debido a la fuerte demanda de China por granos de soya (en lo que va del año las importaciones se han incrementado 26 por ciento) y el avance del petróleo. Además se especula que las menores lluvias en Brasil y la sequía en zonas productoras de Argentina (fenómeno La Niña) podrían tener efectos negativos sobre la producción de granos. Con ello se estima que el precio permanecerá elevado en el horizonte de proyección.

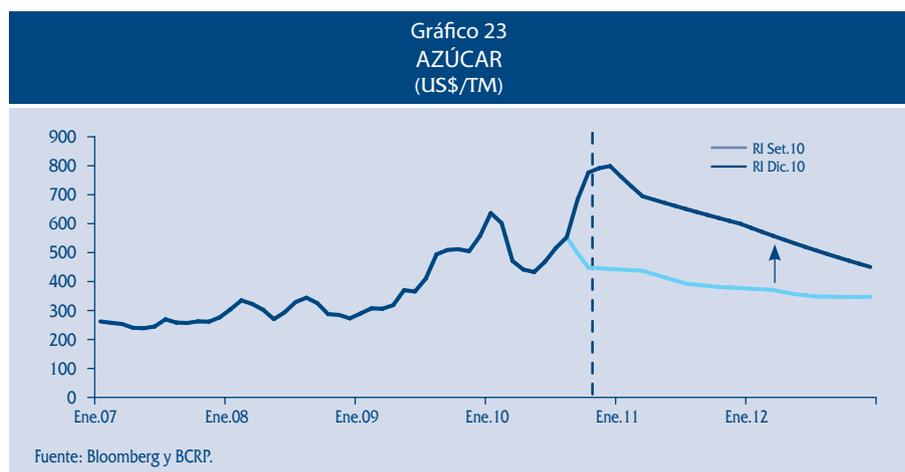




Azúcar

29. Entre enero y noviembre de 2010, el precio del azúcar registró un alza de 40 por ciento, cerrando el periodo en un nivel promedio de US\$/TM 780. Las expectativas de recortes en la producción de Brasil, debido a lluvias por debajo de lo normal, generaron presión sobre los precios (el precio llegó a US\$/TM 874 el 9 de noviembre). El mercado se mantiene a la espera de la decisión de India sobre qué cantidad de azúcar exportar.

Desde mediados de noviembre, las condiciones climáticas empezaron a mejorar en Brasil y con ello el precio empezó a corregir a la baja. Se espera una corrección importante luego del inicio del nuevo año de comercialización en Brasil (abril 2011), en línea con la mejora en las condiciones climáticas.

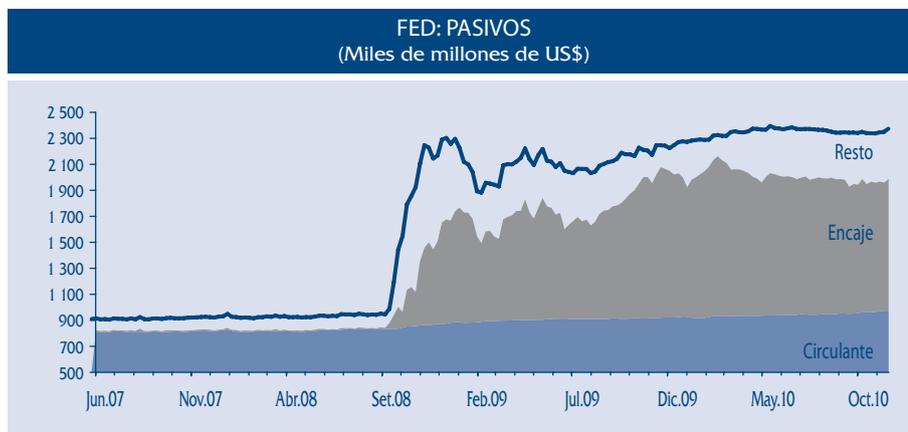
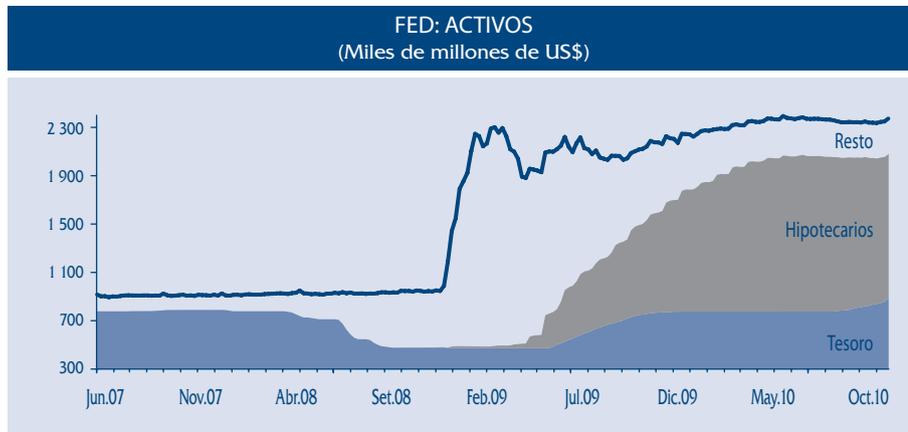


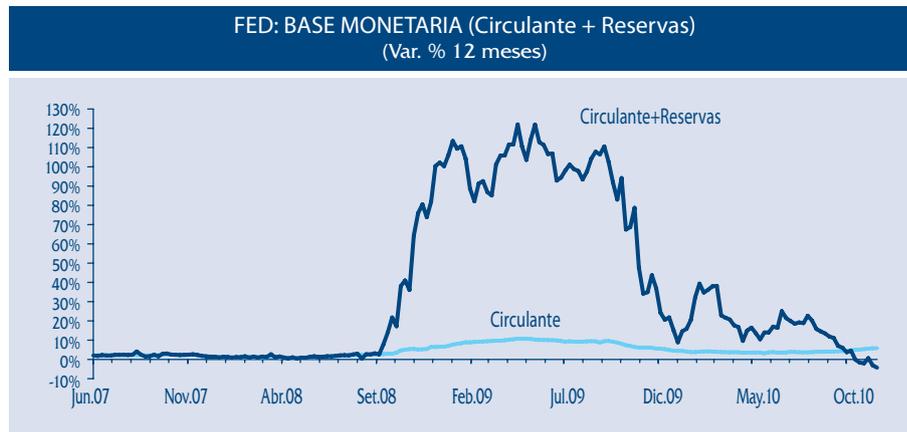
RECUADRO 1 MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA NO CONVENCIONALES: “QUANTITATIVE EASING DE LA FED”

La crisis financiera internacional generó respuestas sin precedente de política monetaria. Los bancos centrales, en un contexto de tasas de interés prácticamente nulas y de inoperancia de los canales de transmisión monetarios, implementaron medidas de política no convencionales conocidas bajo el nombre de “Quantitative Easing” (QE), que implicaron la adopción de programas de compras de activos y, por lo tanto, el incremento del balance de los bancos centrales. Entre los principales bancos centrales que siguieron estas medidas están la Reserva Federal (FED), el Banco de Inglaterra (BoE), el Banco de Japón (BoJ) y, en cierta medida, el Banco Central Europeo (BCE).

Durante la crisis financiera, la FED anunció un programa de compras de activos (QE1) que buscó básicamente reducir las tasas de interés de largo plazo y restaurar la liquidez de los mercados que colapsaron con la crisis. Estos programas implicaron la compra de títulos hipotecarios por US\$ 175 mil millones, la compra de títulos hipotecarios titulizados por US\$ 1,25 billones y la compra de títulos del Tesoro por US\$ 300 mil millones. Estos programas se completaron paulatinamente en junio de 2010. Desde entonces, el saldo de estos activos en el balance de la FED se fue reduciendo, básicamente por el vencimiento de los títulos hipotecarios.

En agosto, la FED implementó la reinversión de los vencimientos (e ingresos y ganancias) de los títulos hipotecarios en títulos del gobierno de largo plazo con el fin de mantener el saldo de las tenencias del total de estos activos. El saldo de estos títulos (del Tesoro e hipotecarios) pasó de US\$ 0,5 billones (julio 2008) a US\$ 2,0 billones (agosto 2010), y el total de activos de la FED pasó de US\$ 0,9 a 2,4 billones en el mismo periodo. Si bien, el balance de la FED se ha más que duplicado, el crecimiento de la emisión, desde fines de 2009, se ha reducido significativamente hasta niveles por debajo de cero al cierre de noviembre 2010.





El actual panorama de desaceleración del crecimiento y lenta recuperación del empleo encuentra a EUA con poco espacio de política fiscal y tasas de interés cercanas a cero. En ese contexto la FED decidió, en la reunión de política monetaria de noviembre, ampliar su ritmo de compras de títulos del Tesoro (QE2) en US\$ 600 mil millones, señalando un ritmo de compras mensuales de títulos del Tesoro de US\$ 75 mil millones por mes hasta junio de 2011. Esta medida era ampliamente esperada por el mercado. En el Comunicado de política, la FED reafirmó que mantendrá su política actual de reinversión de títulos hipotecarios por títulos del Tesoro, con ello el total de compras mensuales ascendería a US\$ 110 mil millones. La distribución de las compras a lo largo de la curva de rendimientos sería de acuerdo al siguiente programa:

BONOS DEL TESORO NOMINALES							TIPS*
1½-2½ años	2½-4 años	4-5½ años	5½-7 años	7-10 años	10-17 años	17-30 años	1½-30 años
5%	20%	20%	23%	23%	2%	4%	3%

* Títulos indexados a la inflación.

A diferencia de los comunicados anteriores, la FED ha sido más explícita respecto a los temores de deflación al señalar que la inflación se encuentra “baja” respecto al nivel consistente con un crecimiento de largo plazo. En este contexto, la implementación del QE2 busca ayudar con el cumplimiento de este objetivo dual de la FED. El éxito del programa radicaría en la operatividad de los canales de transmisión. En teoría, se espera que esta medida reduzca los rendimientos reales de los títulos del Tesoro e incentive la demanda por activos de mayor riesgo (bolsas, bonos corporativos, *commodities*). Esta alza en el precio de los activos, sumado a las mayores expectativas inflacionarias, resultaría en una depreciación del dólar.

Un efecto colateral de esta medida es que, al reducir la rentabilidad de estos activos, lleva a los inversionistas a buscar mayores retornos en otras economías con mejores perspectivas de

crecimiento. Este potencial efecto ha generado una preocupación generalizada por la formación de burbujas de precios de activos, en particular en los mercados inmobiliarios de las economías emergentes del Asia. Ello además ha generado tensiones en los mercados cambiarios mundiales por una potencial guerra de divisas producto de los intentos de las economías de evitar una apreciación de sus monedas.



Medidas no convencionales de otros bancos centrales

El **BoE** aplicó un programa de compras de activos por £ 200 mil millones, que finalizó en el primer trimestre de 2010. Desde entonces, el BoE no lo ha renovado, ello en parte por las mayores presiones inflacionarias que la economía inglesa viene enfrentando. La inflación anual se ha mantenido por encima del rango superior de la meta de inflación (2%+/-1%) en los últimos 8 meses (3,1 por ciento en octubre). La difusión del crecimiento del tercer trimestre (0,8% trimestral, mayor al esperado), redujo las expectativas de un incremento de este programa, ello luego de que varios de los miembros del comité de política habían señalado, durante octubre, la posibilidad de su ampliación, ello en particular, por la desaceleración del crecimiento y los efectos esperados del ajuste fiscal que el gobierno ya ha anunciado.

El **BoJ** decidió expandir su programa de compra de bonos del gobierno (antiguo programa a 20 años), de ¥ 1,4 billones a ¥ 1,8 billones por mes. En octubre de 2010, dadas las señales más claras de desaceleración de la economía japonesa y de mayores riesgos de deflación, el BoJ anunció un programa de compra de activos (títulos del Tesoro, bonos corporativos, papeles comerciales y otros activos) por ¥ 5 billones (equivalente a US\$ 60 mil millones).

Por su parte, el **BCE** ha señalado que no ha participado en ningún programa de *Quantitative Easing* que altere los lineamientos de su política monetaria. Durante la crisis financiera, el BCE creó el programa de compras de bonos cubiertos por € 60 mil millones. Durante este año, con la crisis de deuda soberana que algunas economías de la Eurozona vienen enfrentando desde abril, el BCE inició un programa de compras de títulos soberanos de estas economías con problemas fiscales. El saldo actual de compra de estos títulos suma € 67 mil millones, compras que han sido totalmente esterilizadas sin generar ningún efecto sobre el balance de activos del BCE.

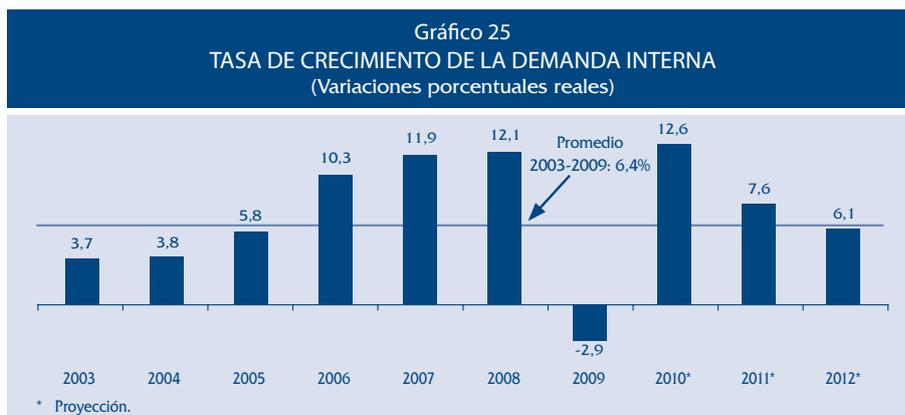
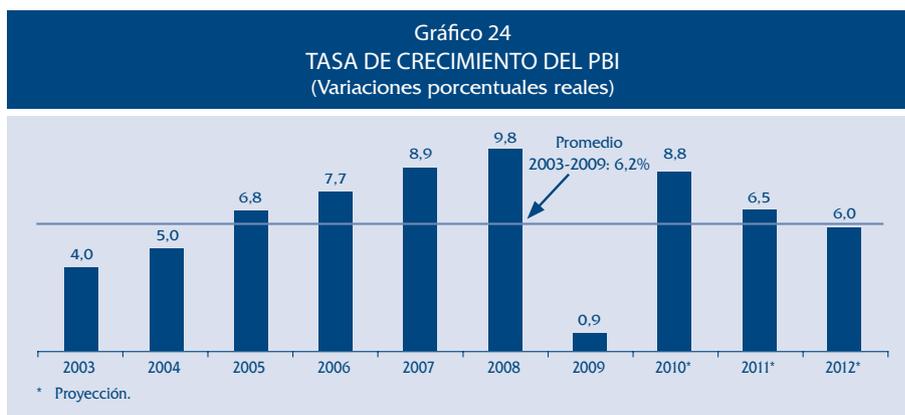




II. Actividad Económica

37. Se ha revisado la proyección de crecimiento del PBI de 8,0 por ciento en el Reporte de setiembre a 8,8 por ciento, dado el dinamismo mostrado por la actividad económica doméstica durante los primeros 3 trimestres (el PBI y la demanda interna crecieron 8,7 y 12,6 por ciento, respectivamente). Esta evolución es un reflejo de la recuperación del consumo privado, del proceso de reposición de inventarios y de la expansión de la inversión privada a tasas similares a las registradas con anterioridad a la crisis financiera internacional, en un contexto de confianza de los empresarios acerca de las perspectivas de la economía.

Para los años 2011 y 2012 se espera una tasa de crecimiento de la producción de 6,5 y 6,0 por ciento anual, respectivamente. La desaceleración prevista de la actividad económica estaría acorde con una perspectiva de crecimiento económico más cercano al potencial, luego de la recuperación experimentada este año. Cabe mencionar que para el año 2011 se ha elevado la previsión de crecimiento respecto al contemplado en el Reporte de Inflación de setiembre (6,0 por ciento) producto principalmente de la mayor expansión esperada para la inversión privada.



Cuadro 12
DEMANDA INTERNA Y PBI
(Variaciones porcentuales reales)

	2009		2010			2011*		2012*	
	Ene-Set	Año	Ene-Set.	RI Set.10*	RI Dic.10*	RI Set.10	RI Dic.10	RI Set.10	RI Dic.10
1. Demanda interna	-4,0	-2,9	12,6	11,4	12,6	6,9	7,6	6,0	6,1
a. Consumo privado	2,2	2,4	5,8	5,2	5,9	4,5	5,0	4,6	4,6
b. Consumo público	14,4	16,5	11,9	9,9	9,5	4,4	5,0	3,6	2,7
c. Inversión privada	-14,6	-15,1	21,4	16,7	22,4	11,1	14,5	11,8	12,3
d. Inversión pública	21,3	25,5	29,3	31,6	25,6	6,3	8,8	3,4	4,4
2. Exportaciones	-2,8	-2,5	2,6	1,4	2,3	5,2	5,2	8,4	8,4
3. Importaciones	-20,0	-18,4	23,1	19,4	22,3	10,1	10,6	8,0	8,0
4. Producto Bruto Interno	0,0	0,9	8,7	8,0	8,8	6,0	6,5	6,0	6,0
Nota: Gasto público total	16,6	19,6	17,7	17,8	15,4	5,2	6,5	3,5	3,4

RI: Reporte de Inflación.
* Proyección.

Cuadro 13
CONTRIBUCIÓN AL CRECIMIENTO DEL PBI

	2009		2010			2011*		2012*	
	Ene-Set	Año	Ene-Set.	RI Set.10*	RI Dic.10*	RI Set.10	RI Dic.10	RI Set.10	RI Dic.10
1. Demanda interna	-4,1	-3,0	12,5	11,4	12,5	7,1	7,9	6,2	6,3
a. Consumo privado	1,5	1,6	4,0	3,5	4,0	3,0	3,3	3,0	3,0
b. Consumo público	1,1	1,3	1,0	0,9	0,9	0,4	0,5	0,3	0,2
c. Inversión privada	-3,3	-3,4	4,1	3,2	4,3	2,3	3,1	2,5	2,9
d. Inversión pública	0,8	1,1	1,3	1,7	1,4	0,4	0,5	0,2	0,3
e. Variación de existencias	-4,2	-3,6	2,1	2,0	2,0	1,0	0,4	0,1	0,0
2. Exportaciones	-0,6	-0,5	0,5	0,3	0,4	0,9	0,9	1,5	1,5
3. Importaciones 1/	-4,7	-4,3	4,3	3,7	4,2	2,1	2,3	1,7	1,8
Producto Bruto Interno	0,0	0,9	8,7	8,0	8,8	6,0	6,5	6,0	6,0
Nota: Gasto público total	1,9	2,4	2,3	2,6	2,3	0,8	1,0	0,6	0,5

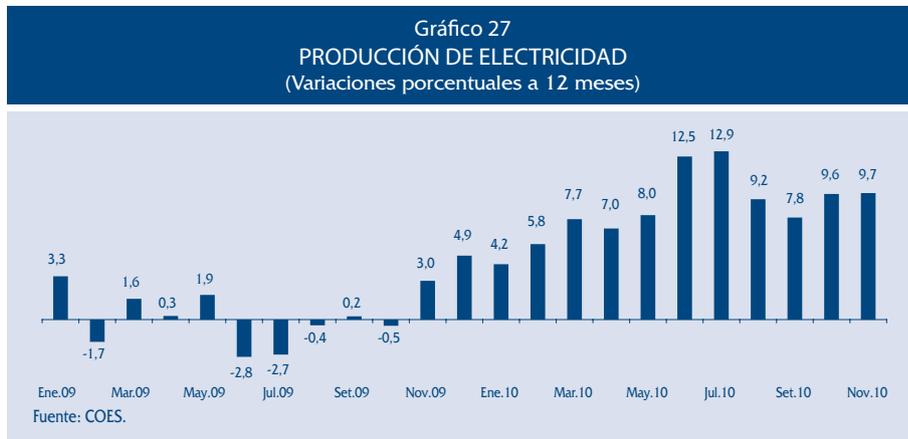
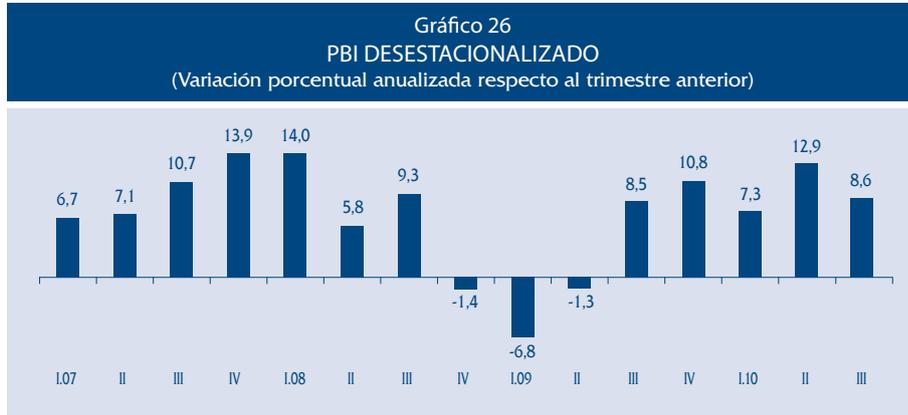
RI: Reporte de Inflación.
* Proyección.
1/ (+) Indica contribución negativa, (-) Indica contribución positiva.

38. La actividad económica, descontando el efecto de la estacionalidad, continúa mostrando una sostenida recuperación desde el tercer trimestre de 2009. Esta





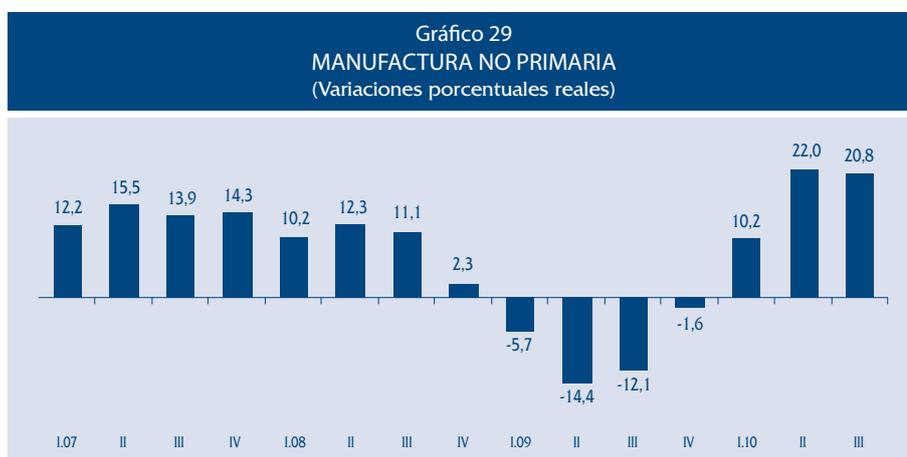
sólida recuperación también se aprecia en la evolución de indicadores como la producción de electricidad y los despachos locales de cemento.



- a. Para 2010 los analistas económicos y las instituciones del sistema financiero prevén un crecimiento del PBI de 8,5 por ciento, en tanto que las empresas no financieras esperan 8,0 por ciento de crecimiento. Para los años 2011 y 2012, las previsiones se encuentran entre 6,0 y 6,6 por ciento.

Cuadro 14 ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS: CRECIMIENTO DEL PBI (%)			
	RI Jun.10	RI Set.10	RI Dic.10
SISTEMA FINANCIERO			
2010	6,0	7,0	8,5
2011	6,0	6,0	6,3
2012	6,0	6,0	6,0
ANALISTAS ECONÓMICOS			
2010	6,0	7,5	8,5
2011	5,5	5,7	6,0
2012	6,0	6,0	6,1
EMPRESAS NO FINANCIERAS			
2010	5,0	6,5	8,0
2011	5,5	6,0	6,6
2012	6,0	6,0	6,5

- b. La producción manufacturera ha consolidado su fuerte recuperación. Así, en el tercer trimestre de 2010 se registró una expansión de 20,8 por ciento.





Proyección de los componentes del gasto

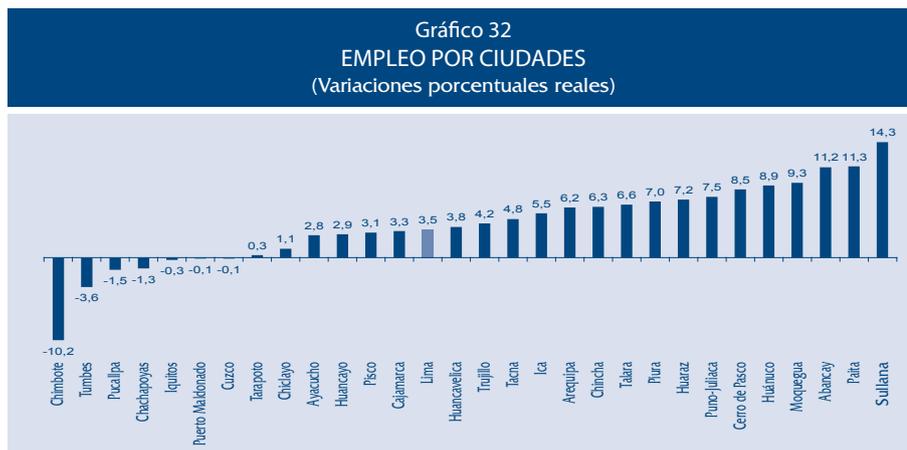
39. El consumo privado creció 5,8 por ciento en el periodo enero-setiembre de 2010. Esta evolución estuvo asociada al mejor clima de confianza del consumidor, al aumento del empleo y a la fuerte recuperación del ingreso nacional disponible.

- a. El índice de confianza del consumidor se viene manteniendo desde el mes de febrero en el tramo positivo, reflejando un mayoritario optimismo entre los consumidores encuestados con respecto al futuro próximo de su economía familiar. En noviembre, el índice de confianza del consumidor alcanzó los 56 puntos.



- b. El crecimiento del empleo durante los primeros 9 meses del año (3,7 por ciento) influyó en la dinámica del consumo privado. El continuo crecimiento del empleo formal contribuyó a mantener la confianza del consumidor. En términos anuales no se observan caídas del empleo formal desde el año 2001.





40. A diferencia del concepto del PBI, el ingreso nacional disponible agrega el efecto de los precios internacionales y las transferencias de nacionales residentes en el exterior, y deduce las utilidades generadas por las inversiones extranjeras, con lo que se tiene un indicador más cercano de las transacciones económicas que generan ingresos para el país. Para el año 2010 se ha revisado al alza la previsión del crecimiento del ingreso nacional disponible de 9,3 a 10,2 por ciento, comportamiento explicado principalmente por la evolución esperada del producto bruto interno. Para los años 2011 y 2012, el crecimiento del ingreso nacional disponible sería de 6,3 y 6,4 por ciento, respectivamente, tasas superiores a las previstas en el Reporte de Inflación de setiembre asociado a la mejora de los términos de intercambio.

Cuadro 15
INGRESO NACIONAL DISPONIBLE
(Variaciones porcentuales reales)

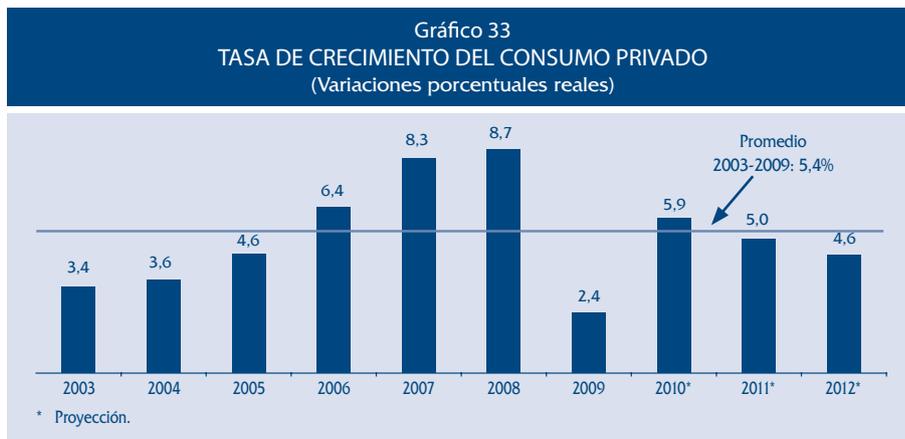
	2009		2010			2011*		2012*	
	Ene-Set	Año	Ene-Set	Ri Set.10*	Ri Dic.10*	Ri Set.10	Ri Dic.10	Ri Set.10	Ri Dic.10
1. Producto bruto interno	0,0	0,9	8,7	8,0	8,8	6,0	6,5	6,0	6,0
2. Producto nacional bruto	3,2	2,1	7,3	7,4	7,5	6,2	6,6	6,2	6,6
3. Ingreso nacional bruto	0,1	1,0	11,0	9,7	10,6	5,2	6,4	6,0	6,4
4. Ingreso nacional disponible 1/	0,1	0,9	10,7	9,3	10,2	5,2	6,3	6,0	6,4

RI: Reporte de Inflación.
* Proyección.
1/ Incluye la renta de factores, ganancias netas producidas por términos de intercambio y transferencias netas recibidas de no residentes.

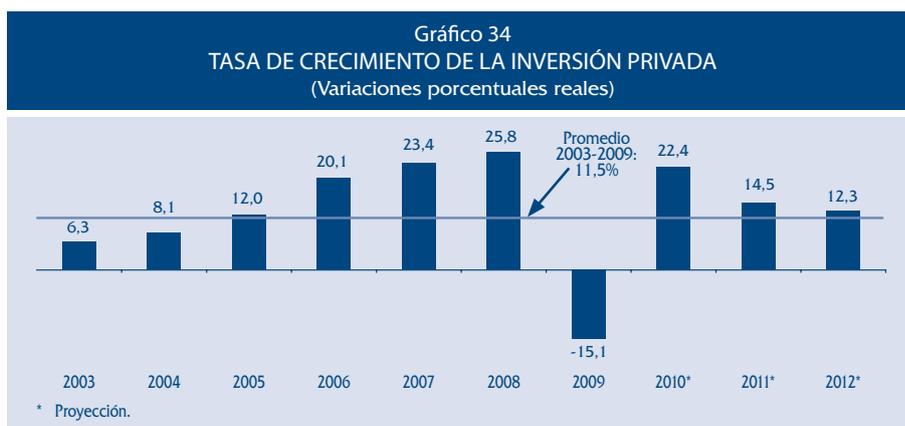




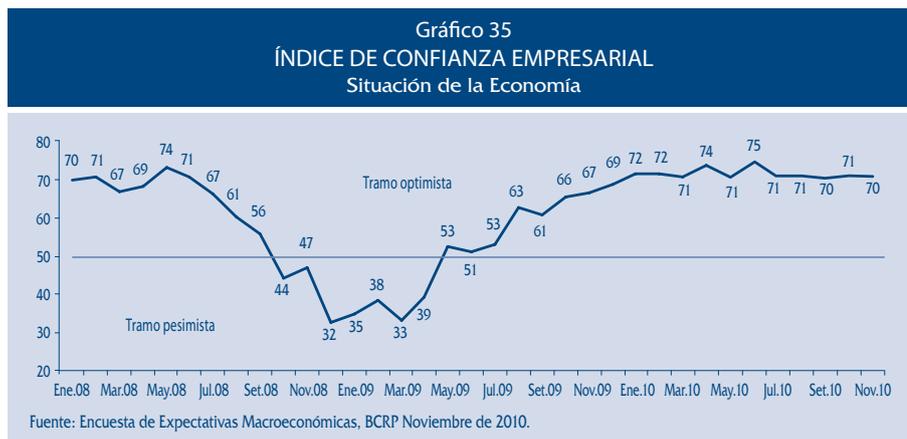
41. Se ha revisado al alza la previsión del crecimiento del consumo privado para los años 2010 y 2011 de 5,2 y 4,5 por ciento a 5,9 y 5,0 por ciento, respectivamente; asociada a la mayor expansión del ingreso nacional disponible. Para el año 2012 se ha mantenido la previsión del Reporte de Inflación de setiembre.



42. La inversión privada aumentó 21,4 por ciento durante los primeros 3 trimestres del año, lo cual estuvo asociado a la alta confianza empresarial y a la ejecución de proyectos de inversión, que se reflejó en la fuerte expansión de las importaciones y la dinámica del sector construcción. El contar con un importante conjunto de proyectos de inversión anunciados, sólidos fundamentos de la economía peruana y expectativas optimistas del empresariado, permite prever una mayor expansión de la inversión privada, la cual crecería 22,4, 14,5 y 12,3 por ciento en los años 2010, 2011 y 2012, respectivamente.



- a. El índice de confianza de los empresarios se mantuvo en el tramo optimista. En noviembre, el índice de confianza empresarial alcanzó los 70 puntos, nivel que se viene registrando desde julio, lo cual indica el mantenimiento de las perspectivas favorables entre los empresarios encuestados con respecto al futuro próximo de la economía.



43. El incremento de la inversión privada se ha reflejado en un mayor número, tamaño y ritmo de ejecución de los proyectos anunciados para el periodo 2010-2012. Es así que el monto anunciado de proyectos de inversión se ha incrementado en US\$ 2 800 millones respecto al previsto el Reporte de Inflación de setiembre.

En el sector minería e hidrocarburos destacan importantes proyectos de inversión, tales como Toromocho, Galeno, ampliaciones de Antamina y Cerro Verde, Gasoducto Andino del Sur y Lote 67 (Perenco) y actividades de exploración y producción de crudo y gas en los lotes Z-6, Z-33 y Z-2b. En infraestructura destaca la ejecución de proyectos asociados a la mejora de la vialidad e infraestructura directamente ligada al sector comercio (muelles, puertos y mejoramientos de aeropuertos). Algunos de estos proyectos se encuentran concesionados y otros estarían en proceso. Adicionalmente, en electricidad destacan los proyectos de centrales hidroeléctricas, de generación y líneas de transmisión.

Cuadro 16
ANUNCIOS DE PROYECTOS DE INVERSIÓN
(Millones de US\$)

Sector	2010	2011	2012	Total
Minería	3 477	6 102	7 519	17 098
Hidrocarburos	2 446	2 078	2 186	6 711
Electricidad	828	1 487	1 801	4 116
Industrial	1 490	1 289	1 003	3 782
Infraestructura	2 437	1 208	796	4 440
Otros Sectores	2 031	1 491	793	4 315
Total	12 709	13 655	14 098	40 462

Fuente: Medios de prensa e información de empresas.

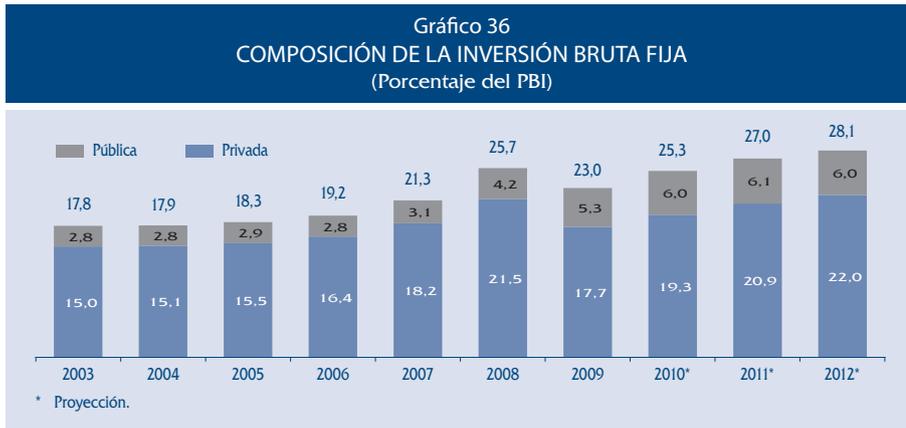




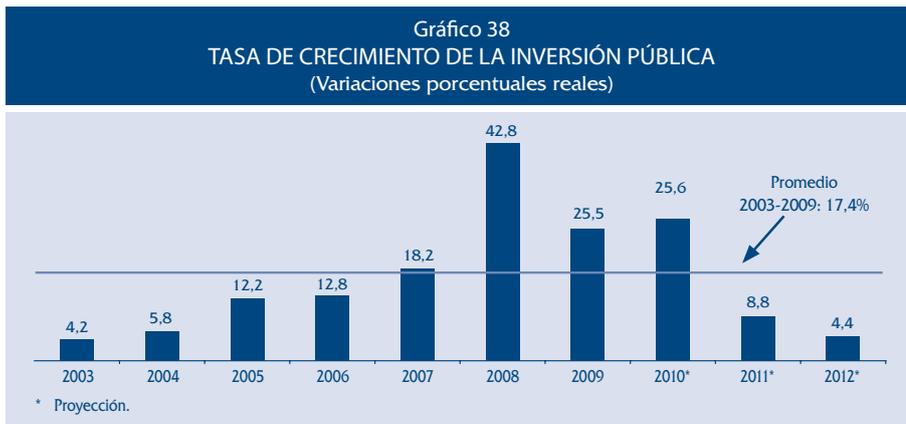
Cuadro 17
ANUNCIOS DE EJECUCIÓN DE PRINCIPALES PROYECTOS DE INVERSIÓN: 2010 - 2012

SECTOR	EMPRESA	NOMBRE DE PROYECTO
Minería	Xstrata Peru	Las Bambas - Antapaccay
	Northern Peru Copper	Galeno
	Minera Peru Copper S.A.	Toromocho
	Anglo American	Quellaveco
	Minera Yanacocha S.R.L.	Minas Conga
	Antamina	Ampliación de Tajo
	Shougang Group Hierro Perú	Marcona
	Norsemont Perú S.A.C.	Constancia
	Marcobre S.A.C.	Mina Justa
	Mitsui Mining & Smelting Co. Ltda. Suc. Perú	Quechua
	Southern Peru Copper	Fundición y Refinería de Ilo - Toquepala y Cuajone
	Barrick Misquichilca	Ampliación de Planta de lixiviación:Lagunas Norte
	Volcan	Ampliaciones
	Minera Yanacocha S.R.L.	Chaquicocha
Compañía Minera Milpo	Hilarión	
Hidrocarburos	Kuntur Transportadora de Gas	Gasoducto Andino del Sur
	Pluspetrol	Ampliación Malvinas, Nuevos Pozos Lote 88 y Lote 56
	Perenco Peru Limited	Exploración Lote 67 / Oleoducto
	Savia Perú (Petro-Tech)	Lote Z-2B : Perforación, Exploración y otros
	Transportadora de Gas del Perú	Ampliación Capacidad de transporte de Gas
	Petrobras	Exploración, explotación de petróleo y gas
	Cálidda Gas Natural del Perú	Ampliación de Red Principal
Transcogas Peru	Gasoducto de Ica	
Electricidad	Fenix Power Perú SA	Planta Térmica (gas natural ciclo combinado)
	Kallpa Generación S.A.	Central Hidroeléctrica Cerro del Aguila, Kallpa IV
	Odebrecht	Central Hidroeléctrica Cerro de Chaglla
	Luz del Sur	Ampliación de Red y Desarrollo de Infraestructura
	Enersur / Endesa	Reserva Fria de Generación
	Asa Iberoamérica	Línea de transmisión Chilca-Marcona-Montalvo
	SN Power	Central Hidroeléctrica Cheves
Inevarante / Engel-Axil	Centrales Hidroeléctricas Acco Pucará	
Industrial	SIDERPERÚ	Modernización de planta
	Técnicas Reunidas	Modernización Refinería de Talara
	Aceros Arequipa	Ampliaciones y modernización de planta
	Cementos Yura	Ampliación planta cementera
	Cementos Pacasmayo	Planta de fosfatos
	Vale do Rio Doce (CVRD)	Fosfatos de Bayóvar
	Votorantim Metais - Cajamarquilla S.A.	Ampliación Refinería Cajamarquilla
	Cementos Lima	Ampliación de capacidad instalada
	TASA	Modernización de plantas y compra de embarcaciones
	Cementos Otorongo	Construcción planta cementera
Cementos Portland	Planta cementera	
Infraestructura	OAS S.R.L	Vía expresa, Línea Amarilla
	Autopista del Norte SAC	Red Vial N° 4 : Pativilca - Puerto Salaverry
	Santa Sofía Puertos	Puerto en Ancón
	Tren Eléctrico Lima	Tren eléctrico
	Intersur	IIRSA Sur: Tramo 4: Pte Inambari - Azángaro
	Terminales Portuarios Euroandinos (TPE)	Ampliación Puerto Paita
	Conirsa	IIRSA Sur: Tramo 2: Urcos - Pte Inambari
	Chancay Port	Megapuerto Multipropósitos
	Camargo Correa	Planta de Tratamiento Huachipa
	ACS Servicios, Comunicaciones y Energía	Planta de Tratamiento La Taboada
	Covi Peru	Red Vial N° 6: Pucusana - Cerro Azul - Ica
	COVISOL	Autopista del Sol : Trujillo - Sullana
	Odebrecht	IIRSANorte: Paita Yurimaguas IIRSA Sur: Inambari-Iñapari
Otros Sectores	Tracto Camiones USA EIRL	Compra de 2000 unidades
	Consorcio La Chira	Planta de Tratamiento de Aguas Residuales
	Malls Peru	Open Plaza Lima, Arequipa, Piura
	Grupo Interbank	Real Plaza Lima, Piura, Arequipa, Juliaca, Tiendas Vea
	Telefónica del Perú	Ampliación de red móvil y banda ancha
	Telmex	Nuevos Servicios
	Corporación Miraflores	Planta de Etanol
Maple Etanol SRL	Planta de Etanol	

Fuente: Medios de prensa e información de empresas.



44. Se ha revisado a la baja la proyección del gasto público para el año 2010, tanto por el lado del consumo público como de la inversión pública. Para 2011 se prevé una mayor expansión del gasto público, tanto corriente como de capital. Respecto al año 2012, se ha reducido la tasa de crecimiento prevista del gasto público asociada a una menor expansión del consumo público, reflejando el retiro del estímulo fiscal.



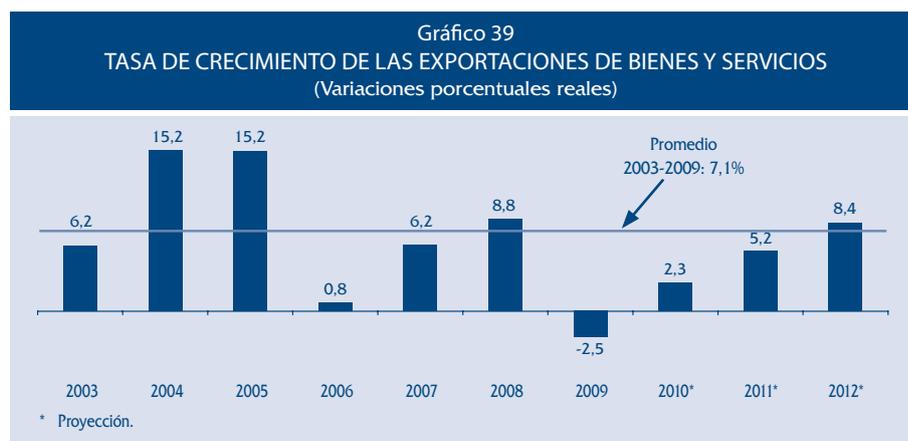


El crecimiento de la inversión pública en 2010 sería de 25,6 por ciento mientras que para 2011 y 2012 se proyectan aumentos de 8,8 y 4,4 por ciento, respectivamente.

Cuadro 18 INVERSIÓN PÚBLICA (Variaciones porcentuales reales)						
	2007	2008	2009	2010*	2011*	2012*
Gobierno Nacional	15,1	9,7	10,5	63,8	11,1	7,9
Gobiernos Regionales	40,5	22,2	47,9	24,9	5,7	2,6
Gobiernos Locales	9,1	98,5	32,2	11,7	6,8	1,7
Empresas Estatales	34,3	32,1	36,9	-2,8	12,1	8,4
Total	18,2	42,8	25,5	25,6	8,8	4,4

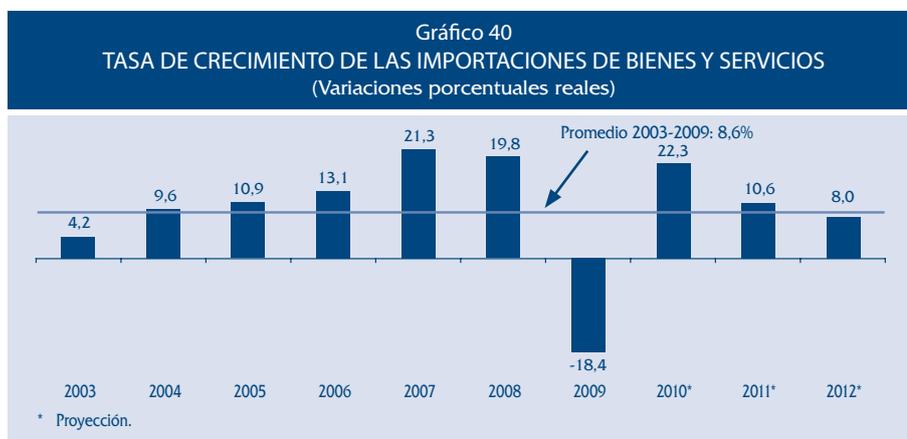
* Proyección.

45. Para el año 2010 se proyecta un mayor crecimiento de las exportaciones reales de bienes y servicios respecto a lo previsto en el Reporte de Inflación de setiembre debido al mayor volumen de exportaciones tradicionales. Para los años 2011 y 2012 se mantiene la previsión de crecimiento de las exportaciones contemplado en el Reporte de Inflación de setiembre.



46. Para 2010 se prevé una mayor aceleración de las importaciones reales de bienes y servicios consistente con el actual escenario de una más rápida recuperación del ritmo de crecimiento del producto, particularmente del gasto privado. Para 2011 se ha elevado la previsión de crecimiento a 10,6 por ciento, asociado a la

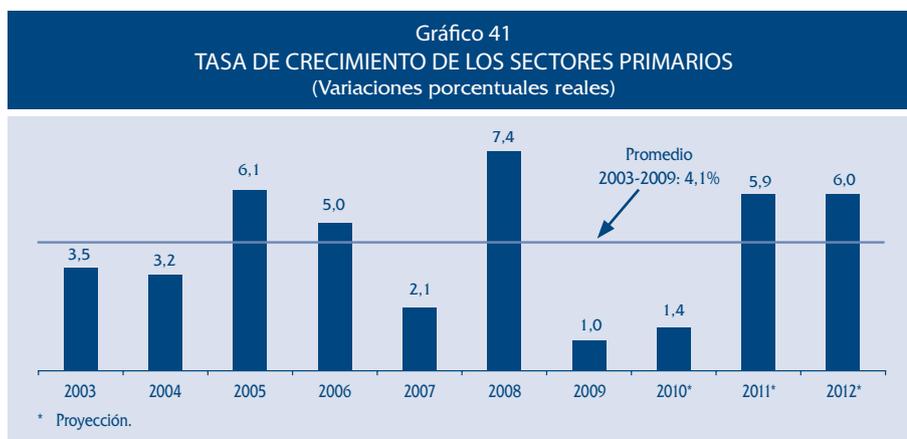
mayor expansión esperada de la producción. Respecto al 2012, se mantiene la proyección de crecimiento del Reporte de Inflación de setiembre (8,0 por ciento).

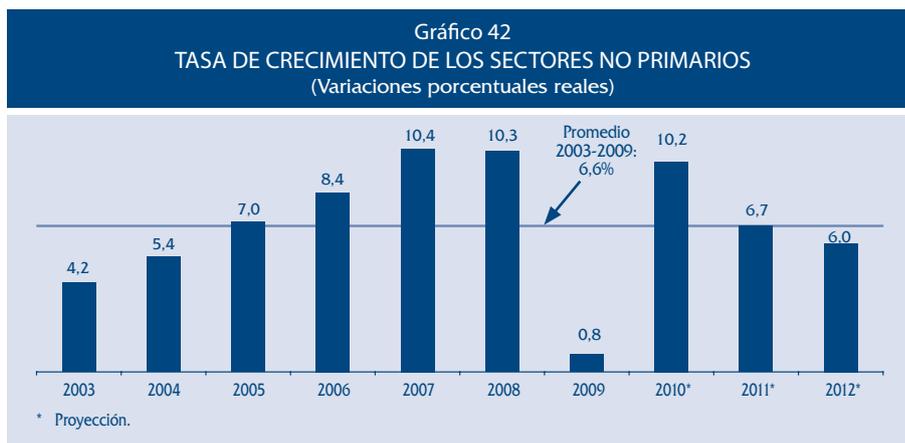


PBI por Sectores

47. En el periodo enero-setiembre de 2010, en un contexto de un acelerado crecimiento de la demanda interna, los sectores no primarios mostraron un importante repunte, con una tasa de crecimiento de 10,3 por ciento. Dentro de este resultado, destaca la recuperación de la manufactura no primaria (17,6 por ciento) y la construcción (18,2 por ciento).

Por su parte, los sectores primarios registraron un leve incremento de 1,2 por ciento, en un escenario de caídas en la pesca, procesamiento de recursos primarios y en la minería metálica, las que no fueron compensadas por el crecimiento del sector agropecuario.





Cuadro 19
PRODUCTO BRUTO INTERNO POR SECTORES ECONÓMICOS
(Variaciones porcentuales reales)

	2009		2010			2011*		2012*	
	Ene-Set	Año	Ene-Set	RI Set.10*	RI Dic.10*	RI Set.10	RI Dic.10	RI Set.10	RI Dic.10
Agropecuario	2,4	2,3	4,2	4,4	4,1	3,5	3,0	4,7	4,8
Agrícola	0,9	0,9	3,7	4,4	3,5	3,3	1,9	4,8	4,8
Pecuario	4,8	4,4	5,0	4,3	5,0	4,3	4,9	4,7	4,9
Pesca	-5,6	-7,9	-14,3	-4,0	-15,5	5,4	21,8	2,6	2,6
Minería e hidrocarburos	1,4	0,6	-0,5	1,8	0,4	7,1	6,4	8,5	8,5
Minería metálica	-0,8	-1,4	-3,8	-2,4	-3,5	4,7	3,1	10,0	10,0
Hidrocarburos	21,5	16,1	24,0	32,3	29,0	20,2	25,0	1,1	1,1
Manufactura	-8,8	-7,2	14,3	12,9	14,0	5,9	7,4	5,8	5,9
Recursos primarios	2,3	0,0	-1,6	1,8	-1,2	5,4	11,3	4,9	4,9
Manufactura no primaria	-10,8	-8,5	17,6	15,1	17,1	6,0	6,7	6,0	6,0
Electricidad y agua	0,4	1,2	7,8	7,6	8,0	5,3	6,1	5,3	5,3
Construcción	3,0	6,1	18,2	14,4	16,5	9,3	10,9	12,0	10,6
Comercio	-1,2	-0,4	9,6	8,7	9,3	5,6	6,7	5,7	5,7
Otros servicios	2,4	3,1	7,8	6,9	8,0	5,9	6,1	5,2	5,5
PRODUCTO BRUTO INTERNO	0,0	0,9	8,7	8,0	8,8	6,0	6,5	6,0	6,0
Primario	1,8	1,0	1,2	2,8	1,4	5,1	5,9	6,0	6,0
No Primario	-0,4	0,8	10,3	9,0	10,2	6,1	6,7	6,0	6,0

RI: Reporte de Inflación.
* Proyección.

48. Se ha revisado la proyección de crecimiento del PBI para 2010 de 8,0 por ciento a 8,8 por ciento debido a un dinamismo de la economía mayor a lo esperado en el tercer trimestre del año y que lleva acumulado a setiembre un crecimiento de 8,7 por ciento. Así, se espera para este año un crecimiento de 10,2 por ciento de los sectores no primarios y de 1,4 por ciento de los primarios contra un 9,0 y 2,8 por ciento esperados en el Reporte de setiembre, respectivamente.

El menor crecimiento que registrarían los sectores primarios respecto a lo esperado en el Reporte previo refleja el menor dinamismo de la minería metálica, afectada por las bajas leyes en la extracción de oro y cobre, en tanto se prevé una menor expansión de la producción agrícola debido a la escasez de agua, la cual ha venido afectando la producción de arroz y azúcar. Igualmente, la pesca mostraría una caída mayor a la inicialmente esperada debido al retraso en el inicio de la segunda temporada de pesca, respecto a la del año anterior.

El fuerte crecimiento que registrarían los sectores no primarios recoge la fuerte expansión que mostró la industria en el segundo y tercer trimestre del año (22,0 y 20,8 por ciento, respectivamente) debido al efecto de la baja base de comparación (la industria no primaria mostró caídas en similares periodos del 2009) y que iría diluyéndose en los siguientes periodos, en los cuales la manufactura no primaria convergería a tasas de crecimiento más sostenibles en el mediano plazo; asimismo, el sector construcción cerraría el año con una expansión de 16,0 por ciento, gracias al impulso de obras tanto públicas como privadas, destacando dentro de las primeras, la construcción del tren eléctrico y las labores de ampliación de la red vial nacional, así como de la modernización de la infraestructura de salud y educativa y dentro de las segundas, las obras tanto residenciales como no residenciales. Esta mayor actividad se daría en concordancia con un mayor crecimiento de la demanda interna respecto a lo estimado en el Reporte de Setiembre (de 11,4 a 12,6 por ciento).

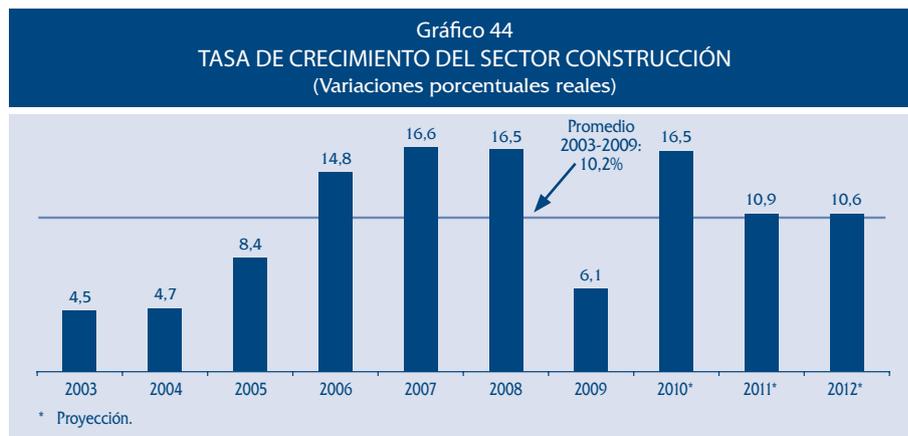
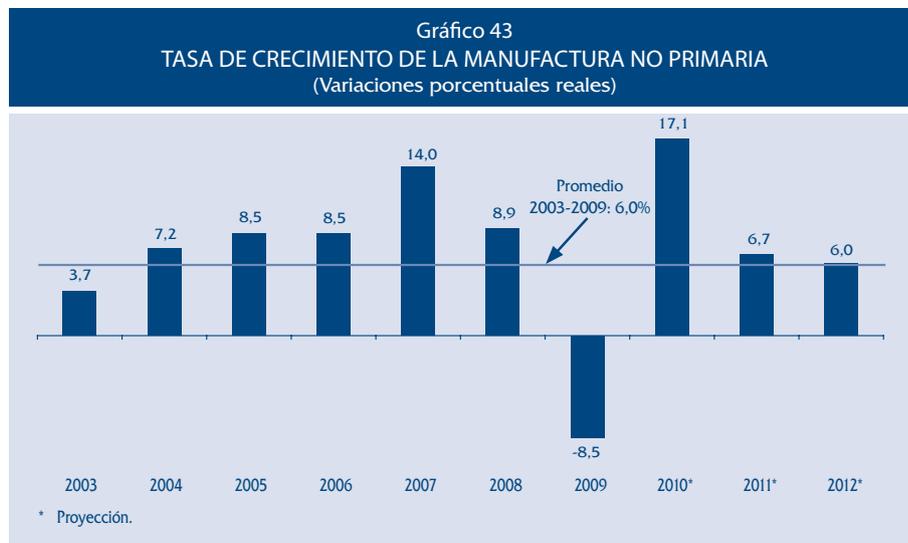
49. Para 2011, los sectores primarios aumentarían su crecimiento de 5,1 a 5,9 por ciento, asociado a la fuerte recuperación de la actividad pesquera, al no tenerse prevista la presentación de anomalías climáticas (el año 2009 estuvo caracterizado por la presencia de un Niño moderado y el 2010 por la presencia de la Niña), con lo cual se espera también una recuperación en la cuota de anchoveta. La actividad agropecuaria crecería 3,0 por ciento en el año, con una revisión a la baja respecto al 3,5 por ciento esperado en el Reporte anterior, debido al efecto que viene teniendo la escasez de lluvias sobre el calendario agrícola agosto 2010-julio 2011, el cual afectaría principalmente la producción de cultivos andinos como la papa, maíz amiláceo, haba, arveja y olluco, compensado en parte por el fuerte dinamismo que viene mostrando la producción pecuaria. La expansión del sector minería e hidrocarburos asume la entrada en operación de proyectos auríferos como La Zanja, Tantahuatay y Pucamarca, las ampliaciones de Milpo en la extracción de plomo y zinc, así como la mayor producción de gas natural desde el Lote 56.





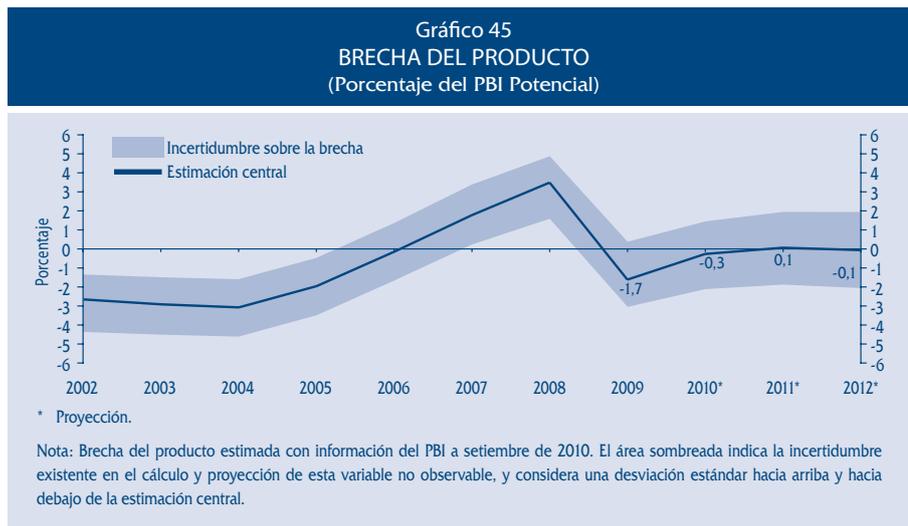
En el caso de los sectores no primarios, se ha revisado al alza la tasa de crecimiento de 6,1 a 6,7 por ciento, destacando el mayor dinamismo previsto de la manufactura y la construcción. La proyección de la tasa de crecimiento de la manufactura pasaría de 6,0 a 6,7 por ciento, mientras la previsión de expansión del sector construcción aumentaría de 9,3 a 10,9 por ciento, suponiendo la continuación del impulso en el desarrollo de infraestructura tanto pública como privada.

Para 2012, se espera un crecimiento de la actividad económica en línea con la tendencia de los últimos años, considerándose también el aporte de importantes proyectos, particularmente en el sector minero, tales como la ampliación de Shougang (hierro), el inicio de La Arena y Pico Machay (oro), ampliación de Las Malvinas (gas natural) y las ampliaciones de Southern y Cerro Verde (cobre) y de otros proyectos en el sector manufacturero, como los de Maple y Comisa, asociados a la producción de etanol.



Brecha del Producto

50. La brecha del producto es el indicador agregado (no observable) de las presiones de demanda inflacionarias. Una brecha de cero nos indica que la actividad económica está operando a su nivel potencial, por lo que no se generarían presiones inflacionarias de demanda. La nueva información disponible sobre la evolución de la actividad económica muestra que la brecha producto se habría cerrado durante el año en curso (de un punto inicial de alrededor de -2,0 por ciento en promedio durante el año 2009) y se encontraría cercana a cero durante los años 2011 y 2012. Así, se estima una brecha promedio de -0,3 por ciento para 2010 y se proyecta un promedio de aproximadamente 0,0 por ciento para los años 2011 y 2012.





III. Balanza de Pagos

30. Para el año 2010, considerando los mayores precios de exportaciones y los resultados de la balanza comercial al tercer trimestre, se ha revisado al alza la proyección de superávit comercial, pasando de US\$ 4,9 mil millones en el Reporte de Inflación de Setiembre a US\$ 6,1 mil millones en el presente Reporte.



Cuadro 20
BALANZA COMERCIAL
(Millones de US\$)

	2009		2010			2011*		2012*	
	Ene-Set	Año	Ene-Set	RI Set.10*	RI Dic.10*	RI Set.10	RI Dic.10	RI Set.10	RI Dic.10
EXPORTACIONES	18 726	26 885	25 327	33 488	34 946	35 162	38 154	38 522	41 713
<i>De las cuales:</i>									
Productos tradicionales	14 214	20 571	19 845	25 958	27 399	26 978	29 672	29 390	32 356
Productos no tradicionales	4 413	6 160	5 303	7 307	7 307	7 979	8 242	8 920	9 110
IMPORTACIONES	15 040	21 011	20 762	28 546	28 809	32 447	33 285	36 295	36 986
<i>De las cuales:</i>									
Bienes de consumo	2 843	3 963	3 876	5 396	5 332	6 632	6 789	8 008	8 065
Insumos	7 029	10 077	10 168	13 721	13 967	15 106	15 500	16 425	16 478
Bienes de capital	5 074	6 850	6 561	9 280	9 347	10 545	10 831	11 683	12 257
BALANZA COMERCIAL	3 686	5 873	4 565	4 942	6 137	2 715	4 869	2 227	4 727

RI: Reporte de Inflación.
* Proyección.

Este resultado positivo en la balanza comercial continuaría en los años 2011 y 2012, con superávit de US\$ 4,9 y US\$ 4,7 mil millones, respectivamente.

Estas proyecciones también representan una revisión al alza con respecto a los estimados previos (US\$ 2,7 mil millones para 2011 y US\$ 2,2 mil millones para 2012). La reducción paulatina del superávit comercial en los próximos años con respecto al año 2010 se explica por las mayores importaciones, particularmente las compras de bienes de capital, previstas para la ejecución de proyectos de inversión anunciados en diversos sectores.

Cuadro 21
BALANZA COMERCIAL
(Variaciones porcentuales)

	2009		2010			2011*		2012*	
	Ene-Set	Año	Ene-Set	RI Set.10*	RI Dic.10*	RI Set.10	RI Dic.10	RI Set.10	RI Dic.10
1. Valor:									
Exportaciones	-25,3	-14,7	35,3	24,6	30,0	5,0	9,2	9,6	9,3
Productos tradicionales	-26,1	-13,6	39,6	26,2	33,2	3,9	8,3	8,9	9,0
Productos no tradicionales	-22,1	-18,3	20,2	18,6	18,6	9,2	12,8	11,8	10,5
Importaciones	-31,0	-26,1	38,0	35,9	37,1	13,7	15,5	11,9	11,1
2. Volumen:									
Exportaciones	-3,8	-3,3	1,9	0,1	1,3	5,4	5,4	8,9	8,9
Productos tradicionales	3,1	2,3	-1,8	-3,5	-2,1	5,2	5,2	9,1	9,1
Productos no tradicionales	-17,5	-13,9	14,4	12,1	12,1	6,3	6,3	8,8	8,8
Importaciones	-22,7	-20,0	25,3	23,8	24,6	10,2	10,8	9,3	9,3
3. Precio:									
Exportaciones	-22,6	-12,5	33,2	24,4	28,4	-0,4	3,5	0,6	0,4
Productos tradicionales	-28,6	-16,3	42,4	30,1	35,1	-1,5	2,9	0,1	0,0
Productos no tradicionales	-5,5	-5,1	5,0	5,8	5,8	2,8	6,1	2,8	1,6
Importaciones	-10,5	-7,4	10,1	9,7	9,6	3,2	4,2	2,3	1,7

RI: Reporte de Inflación.
* Proyección.

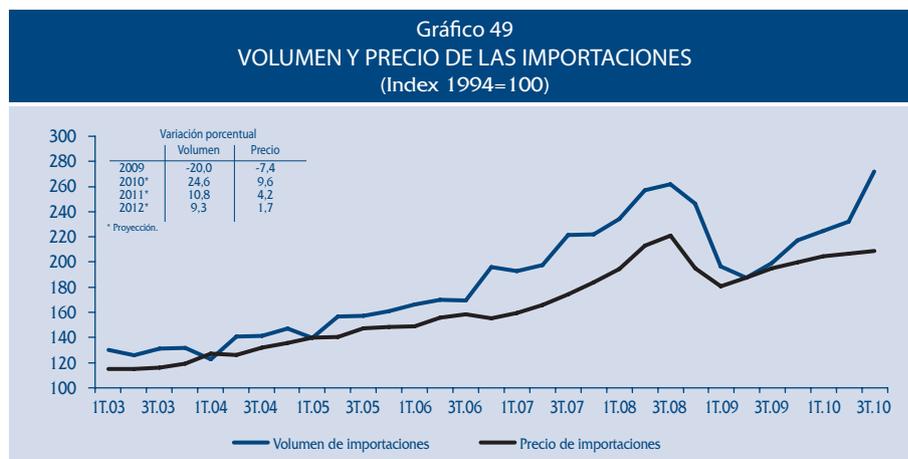
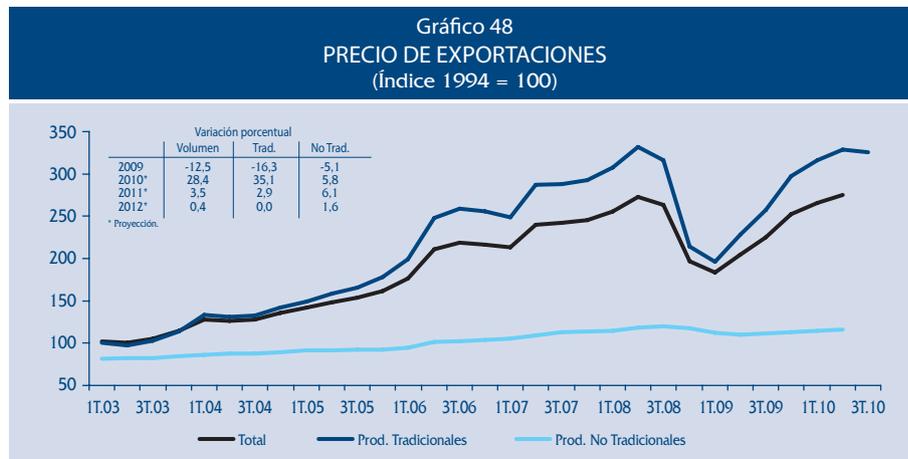
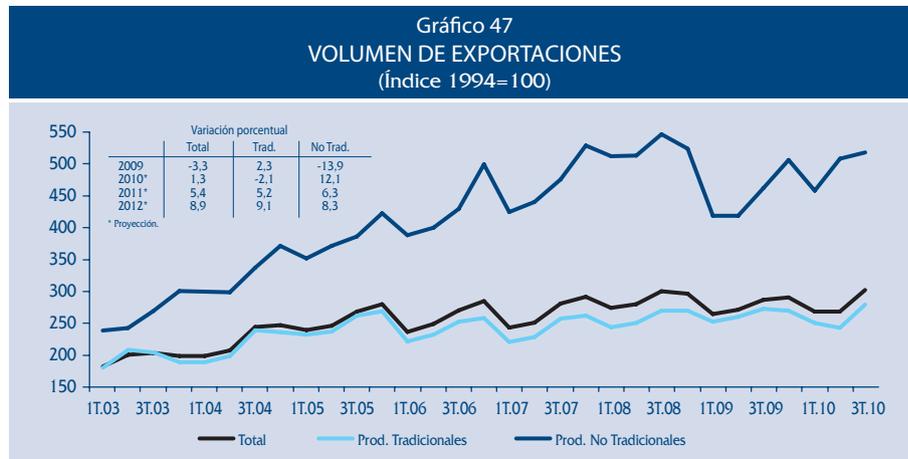
31. En cuanto a la evolución del volumen de exportaciones, luego de mostrar un crecimiento casi nulo durante el primer semestre del año, se registró un aumento de 5,5 por ciento en el tercer trimestre, con lo cual el crecimiento acumulado en los primeros nueve meses se elevó a 1,9 por ciento. En relación al resultado del último trimestre, destacó el crecimiento de los productos tradicionales como cobre, zinc y café, y no tradicionales como químicos, sidero metalúrgicos y agropecuarios. Considerando esta información, se ha revisado al alza el volumen de exportaciones para 2010.

La evolución de las importaciones durante el año ha estado fuertemente asociada a la trayectoria que han venido mostrando los componentes consumo e inversión de la demanda interna. Comparado con el resultado observado entre enero y setiembre del año pasado, periodo en el que las importaciones cayeron 23 por ciento en términos reales, este año se ha registrado un incremento de volumen de 25 por ciento, principalmente por bienes de consumo duradero, insumos para la





industria, y bienes de capital. Como consecuencia de esta evolución, en el presente Reporte, se proyecta un mayor volumen de importaciones para 2010.



32. Dados los resultados de los primeros nueve meses del año y los supuestos sobre crecimiento de la economía mundial y precios externos, se estima que el valor de las exportaciones crecería 30 por ciento en 2010, con lo cual se compensaría la caída de 15 por ciento registrada en 2009. Este monto de exportaciones, previsto en alrededor de US\$ 35 mil millones, sería incluso 11 por ciento mayor al registrado en el año 2008 (US\$ 31,5 mil millones), cuando aún no se apreciaban plenamente los efectos de la agudización de la crisis internacional.

Considerando la evolución prevista en la economía mundial, se mantienen las proyecciones de crecimiento de volumen de exportaciones para los años 2011 y 2012. En consecuencia, dados los mayores precios de productos tradicionales y no tradicionales previstos en el presente Reporte, asociados a mayores precios de metales y mayor inflación externa, estas proyecciones son consistentes con un ritmo creciente en las exportaciones para los próximos años. Las exportaciones alcanzarían cerca de US\$ 42 mil millones en 2012, como consecuencia de las exportaciones de gas natural licuefactado de Camisea II, los fosfatos de Bayóvar, el cobre de las ampliaciones de Antamina y Toquepala, y el crecimiento de las exportaciones no tradicionales en un contexto de tasas positivas de crecimiento de nuestros socios comerciales previstas para el horizonte de proyección.



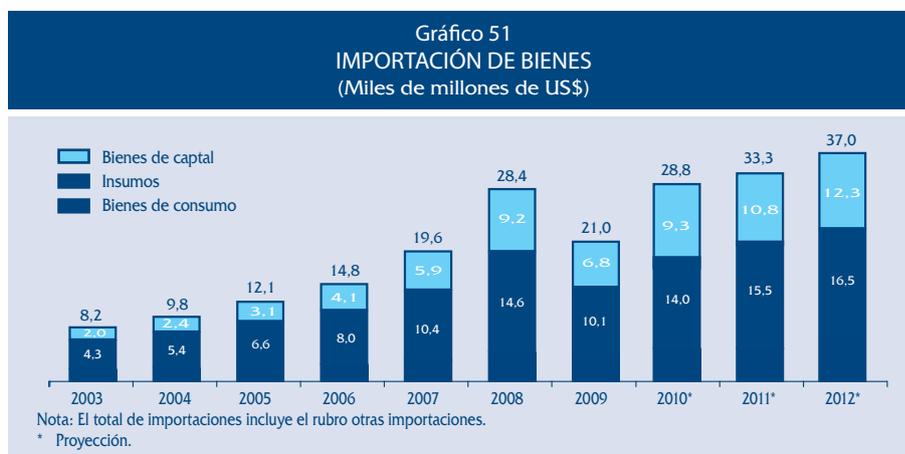
33. El valor de las importaciones crecería 37 por ciento en 2010, con lo cual se compensa la caída registrada en 2009. El monto de importaciones de bienes alcanzaría casi US\$ 29 mil millones en 2010, frente a US\$ 28 mil millones en 2008 y US\$ 21 mil millones registrados en 2009. La proyección para el año 2010 se ha revisado al alza considerando el mayor ritmo de crecimiento del volumen importado hasta el tercer trimestre.

Asimismo, la proyección de crecimiento del volumen de importaciones para el año 2011 se ha elevado considerando la revisión al alza del crecimiento del producto, consistente con una mayor demanda por bienes de capital importados. La trayectoria de crecimiento de las importaciones sería más moderada en el año



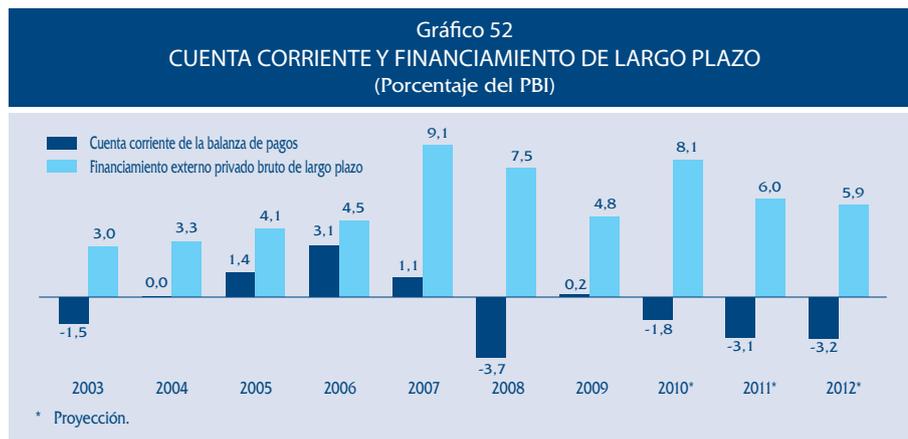


2012, de manera consistente con las proyecciones de crecimiento del consumo y la inversión.



34. Dado que la mejora en el valor de las exportaciones tradicionales entre los últimos dos Reportes provendría principalmente de un mayor efecto precio, por el aumento en las cotizaciones de *commodities*, la renta de factores también se ha ajustado al alza, absorbiendo parte de la ganancia producida por el mayor superávit de la balanza comercial. Así, el estimado de renta de factores para 2010 se elevó de US\$ 9 mil a US\$ 10,2 mil millones.
35. El déficit de la cuenta corriente aumentó de 1,2 por ciento del PBI en el primer semestre a 2,2 por ciento en el tercer trimestre, principalmente por el mayor crecimiento de las importaciones, el cual fue atenuado por los mayores ingresos por precios de exportaciones, netos de utilidades generadas por empresas con participación extranjera. Con ello, el déficit de cuenta corriente acumulado durante los primeros nueve meses del año 2010 alcanza 1,5 por ciento del PBI.

En consecuencia, se ha revisado ligeramente al alza el déficit de cuenta corriente para el año 2010, pasando de 1,7 por ciento del PBI en el Reporte de Inflación de setiembre, a 1,8 por ciento del PBI en el presente reporte. Para el año 2011, el déficit previsto pasa de 3,0 por ciento a 3,1 por ciento del PBI, como consecuencia del mayor crecimiento previsto de la actividad económica y su impacto sobre la demanda de importaciones, así como por la ligera caída de los términos de intercambio. Para el año 2012 se proyecta un déficit de cuenta corriente en 3,2 por ciento del PBI considerando la ligera caída prevista en los términos de intercambio. Durante todo el horizonte de proyección, los flujos de capitales privados de largo plazo, que consideran las inversiones anunciadas en diversos sectores, exceden los requerimientos de financiamiento de la cuenta corriente.



Cuadro 22
BALANZA DE PAGOS
(Variaciones porcentuales)

	2009		2010			2011*		2012*	
	Ene-Set	Año	Ene-Set	RI Set.10*	RI Dic.10*	RI Set.10	RI Dic.10	RI Set.10	RI Dic.10
I. BALANZA EN CUENTA CORRIENTE	-20	247	-1 733	-2 515	-2 738	-4 970	-5 314	-5 410	-5 955
Porcentaje del PBI	0,0	0,2	-1,5	-1,7	-1,8	-3,0	-3,1	-3,0	-3,2
1. Balanza comercial	3 686	5 873	4 565	4 942	6 137	2 715	4 869	2 227	4 727
a. Exportaciones	18 726	26 885	25 327	33 488	34 946	35 162	38 154	38 522	41 713
b. Importaciones	-15 040	-21 011	-20 762	-28 546	-28 809	-32 447	-33 285	-36 295	-36 986
2. Servicios	-790	-1 112	-1 231	-1 352	-1 669	-1 743	-2 124	-1 771	-2 315
3. Renta de factores	-5 004	-7 371	-7 264	-9 034	-10 166	-9 086	-11 237	-9 280	-11 815
4. Transferencias corrientes	2 088	2 856	2 197	2 928	2 960	3 144	3 178	3 415	3 447
Del cual:									
Remesas del exterior	1 730	2 378	1 835	2 508	2 508	2 731	2 731	3 001	3 001
II. CUENTA FINANCIERA	954	1 694	11 062	13 014	13 188	6 470	6 814	6 410	6 955
Del cual:									
1. Sector privado (largo y corto plazo)	-1 506	-20	10 970	13 137	13 264	5 831	6 599	6 264	6 843
2. Sector público	830	1 032	-618	-271	-1 024	175	385	-195	-68
III. RESULTADO DE BALANZA DE PAGOS (=I+II)	934	1 940	9 329	10 499	10 450	1 500	1 500	1 000	1 000
Nota:									
Financiamiento externo privado bruto de largo plazo									
En millones US\$	5 709	6 108	9 301	9 151	12 480	8 840	10 099	10 289	11 051
En porcentaje del PBI	6,2%	4,8%	8,2%	6,0%	8,1%	5,4%	6,0%	5,7%	5,9%
RI: Reporte de Inflación.									
* Proyección.									





Cuenta Financiera

51. En el tercer trimestre, la cuenta financiera de largo plazo del sector privado registró una entrada neta de US\$ 6 162 millones, explicada por los desembolsos de préstamos de largo plazo al sector privado y por los flujos de inversión directa extranjera (IDE) e inversión extranjera de cartera. Los desembolsos de préstamos de largo plazo al sector privado ascendieron a US\$ 2 951 millones, de los cuales US\$ 1 593 millones corresponden al sector financiero y US\$ 1 358 millones al sector no financiero. Los flujos de inversión directa en el país ascendieron a US\$ 2 415 millones, principalmente por reinversión y aportes al sector minero y por la inversión extranjera de cartera. En este último rubro destaca la adquisición de bonos del gobierno por parte de no residentes por US\$ 1 060 millones.

Cuadro 23
CUENTA FINANCIERA DEL SECTOR PRIVADO
(Millones de US\$)

	2009		2010			2011*		2012*	
	Ene-Set	Año	Ene-Set	RI Set.10*	RI Dic.10*	RI Set.10	RI Dic.10	RI Set.10	RI Dic.10
1. ACTIVOS	-3 462	-4 106	461	-351	-444	-1 025	-1 982	-2 602	-2 503
Inversión directa en el extranjero	-365	-396	-134	-87	-134	0	0	0	0
Inversión de cartera en el exterior	-3 097	-3 711	595	-264	-310	-1 025	-1 982	-2 602	-2 503
2. PASIVOS	5 422	5 761	9 863	9 627	14 618	7 556	8 581	8 865	9 346
Inversión directa extranjera en el país	4 466	4 760	5 965	7 457	8 079	6 544	8 004	7 142	8 312
Inversión extranjera de cartera en el país	-2	55	1 553	1 498	3 184	-75	-75	-106	-91
a. Participaciones de capital	-65	47	-16	3	-16	0	0	0	0
b. Otros pasivos	63	9	1 569	1 495	3 200	-75	-75	-106	-91
Préstamos de largo plazo	958	946	2 346	672	3 355	1 087	652	1 829	1 125
a. Desembolsos	1 607	1 744	3 470	1 780	4 535	2 296	2 096	3 147	2 739
b. Amortización	-649	-798	-1 124	-1 108	-1 180	-1 209	-1 443	-1 318	-1 614
3. TOTAL	1 960	1 655	10 324	9 276	14 174	6 531	6 599	6 264	6 843

RI: Reporte de Inflación.

* Proyección.

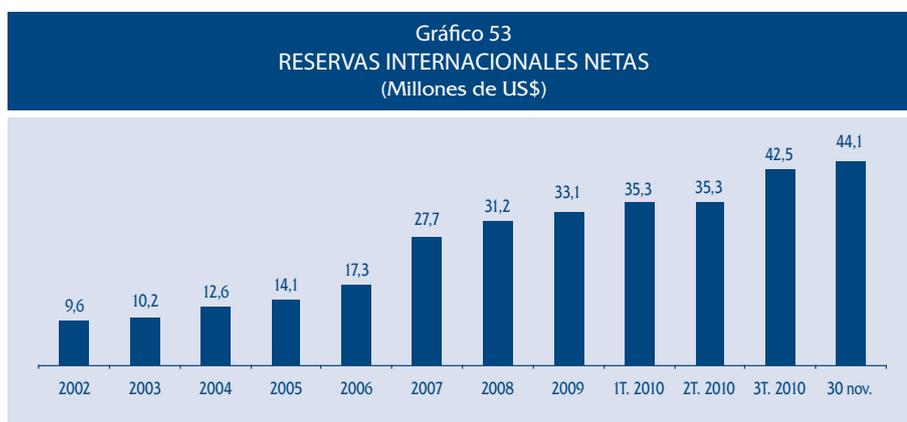
52. Las proyecciones consideran que se mantendría la dinámica de adquisición de activos externos por parte de las AFP y de mayores flujos de inversión extranjera.

Durante el tercer trimestre de 2010 se registraron desembolsos de deuda de largo plazo por US\$ 2 951, mayores a los US\$ 552 millones proyectados en el Reporte de setiembre. Por este motivo, se proyecta que la cuenta financiera registre, en el año 2010, entradas por US\$ 14,2 mil millones frente a los US\$ 9,3 mil millones proyectados en el Reporte anterior.

En los años 2011 y 2012 se registrarían flujos netos de capitales positivos por US\$ 6 599 millones y US\$ 6 843 millones, respectivamente. Estos flujos estarían

explicados por la confianza en las expectativas de crecimiento de largo plazo del país, las cuales se traducirían en la continuidad de la inversión directa y los desembolsos de largo plazo.

53. Al 30 de noviembre, las reservas internacionales netas ascienden a US\$ 44 mil millones (30 por ciento del PBI de los últimos cuatro trimestres). Este nivel es de los más altos tanto en la región como a nivel internacional y constituye un respaldo ante escenarios contingentes de deterioro del entorno externo y de restricciones de financiamiento internacional.

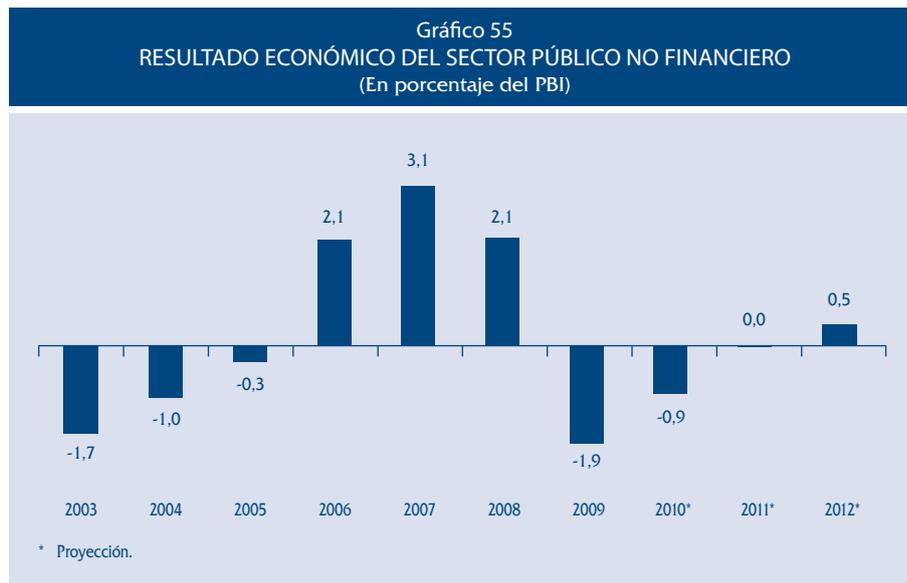




IV. Finanzas Públicas

54. El mayor dinamismo de la actividad económica y el crecimiento más moderado del gasto público en el segundo semestre llevaría a que el déficit fiscal en 2010 sea equivalente a 0,9 por ciento del PBI, menor al 1,5 por ciento estimado en el Reporte de setiembre. El menor impulso fiscal, asociado a esta mejora de las cuentas fiscales, es consistente con el anuncio del retiro del estímulo fiscal en un contexto de aumento de la demanda interna impulsado por el sector privado y mayores flujos de capitales.
55. En el horizonte de proyección se contempla un resultado fiscal nulo en 2011 y un superávit de 0,5 por ciento del PBI en 2012, resultados que contrastan con los contemplados en el Reporte de setiembre, en los que se proyectaba déficit de 1,0 y 0,4 por ciento en los años 2011 y 2012, respectivamente. En el escenario actual el gasto público se irá reduciendo gradualmente.

Este comportamiento anticíclico del fisco permitirá, en los próximos años, incrementar nuevamente los saldos disponibles del Tesoro Público y reducir el saldo de la deuda pública como porcentaje del PBI. De esta forma se recuperarían los espacios fiscales necesarios para enfrentar contingencias macroeconómicas adversas.



Cuadro 24
SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO
(Porcentaje del PBI)

	2009		2010			2011*		2012*	
	Ene-Set	Año	Ene-Set	RI Set.10*	RI Dic.10*	RI Set.10	RI Dic.10	RI Set.10	RI Dic.10
1. Ingresos corrientes del gobierno general 1/	19,0	18,6	20,1	19,7	19,8	20,0	20,1	20,1	20,2
<i>Variación % real</i>	-14,1	-11,3	19,4	16,6	18,7	6,5	7,6	5,8	6,0
2. Gastos no financieros del gobierno general	17,7	19,6	17,7	19,9	19,5	19,8	18,9	19,3	18,5
<i>Variación % real</i>	6,7	12,7	12,6	12,3	11,1	4,1	2,9	2,7	3,2
<i>Del cual:</i>									
a. Corriente	13,3	13,9	12,6	13,4	13,3	13,3	12,7	13,0	12,4
<i>Variación % real</i>	1,0	4,4	6,3	6,8	7,0	3,7	1,2	2,9	3,2
b. Formación bruta de capital 2/	3,9	5,2	4,6	6,1	5,7	6,1	5,9	5,9	5,8
<i>Variación % real</i>	23,1	32,5	32,4	28,8	22,3	5,1	9,4	2,4	3,5
3. Otros	0,5	0,4	0,0	-0,1	0,0	-0,1	0,0	-0,1	0,0
4. Resultado primario (1-2+3)	1,8	-0,6	2,5	-0,4	0,3	0,1	1,2	0,7	1,7
5. Intereses	1,4	1,3	1,3	1,2	1,2	1,2	1,2	1,1	1,2
6. Resultado económico	0,4	-1,9	1,2	-1,5	-0,9	-1,0	0,0	-0,4	0,5
Nota:									
1. Ingresos corrientes del gobierno central	16,2	15,9	17,5	17,1	17,2	17,3	17,4	17,4	17,5
2. Gastos no financieros del gobierno central	15,6	16,6	15,4	16,8	16,5	16,9	16,2	16,8	16,0
3. Impulso fiscal		1,1		1,2	0,7	-0,4	-0,8	-0,7	-0,4
4. Resultado económico estructural		-1,9		-3,3	-2,4	-2,8	-1,6	-2,1	-1,2
1/ El gobierno central incluye los ministerios, universidades nacionales, instituciones públicas y gobiernos regionales. El gobierno general tiene una cobertura más amplia que incluye además del gobierno central, a la seguridad social, organismos reguladores y supervisores, beneficencias públicas y gobiernos locales.									
2/ A la formación bruta de capital del gobierno general hay que añadirle la inversión de empresas estatales para llegar a la inversión pública.									
RI: Reporte de Inflación.									
* Proyección.									

56. En el periodo enero-setiembre 2010 el Sector Público No Financiero (SPNF) registró un superávit económico de 1,2 por ciento del PBI, mayor en 0,8 puntos porcentuales al registrado en similar periodo de 2009.

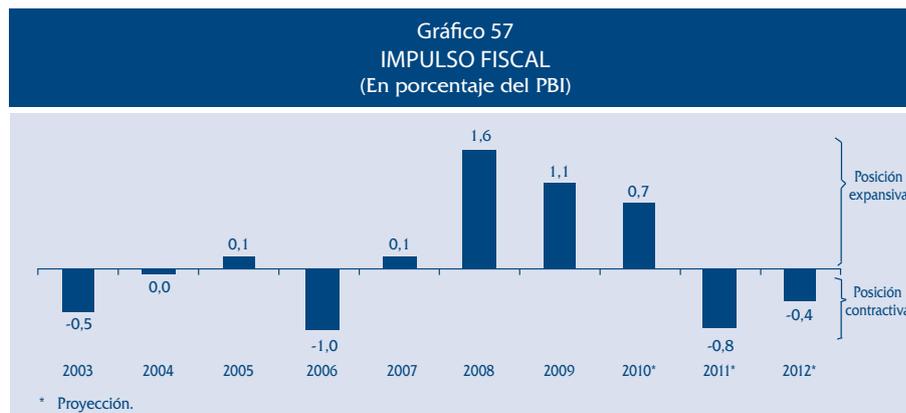
Cabe indicar que se observa una tendencia descendente en el déficit del SPNF en términos del resultado económico acumulado en los últimos cuatro trimestres. Este déficit acumulado alcanza un resultado equivalente al -1,1 por ciento del PBI en el periodo IVT2009 - IIIT2010, luego de haber alcanzado un déficit máximo de 1,9 por ciento del PBI en el año 2009.

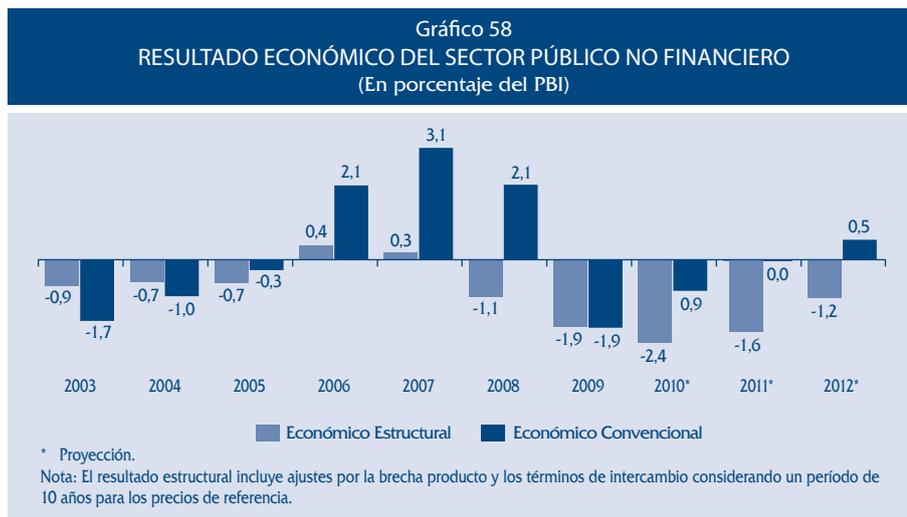




Resultado Económico Estructural e Impulso fiscal

57. El resultado económico estructural, que deduce del resultado económico convencional los efectos del ciclo económico y de los precios de los principales minerales de exportación, muestra el desempeño de las cuentas fiscales en un escenario en el cual el producto se mantiene permanentemente en su nivel potencial. Este resultado sería deficitario en 2,4 por ciento del PBI en 2010 con una tendencia a mejorar en los siguientes años, en los que se obtendría un déficit fiscal estructural de 1,6 por ciento en 2011 y de 1,2 por ciento del producto en 2012. Este último resultado, a pesar de la desaceleración del gasto contemplada en la proyección, no logra alcanzar el déficit estructural que se obtuvo en 2008.
58. El impulso fiscal, que muestra el efecto expansivo neto de la política fiscal sobre la demanda interna, sería de 0,7 por ciento del PBI en 2010, lo que indica que la política fiscal se mostraría aún expansiva este año, aunque en menor grado que el previsto en el Reporte de setiembre de 1,2 por ciento del PBI. En los años siguientes, la posición fiscal sería contracíclica, producto de la desaceleración que se proyecta en el crecimiento del gasto público, la cual permitiría además, una acumulación de recursos en la fase expansiva del ciclo económico.





Evolución de los ingresos fiscales

59. Durante el periodo enero-setiembre 2010 los ingresos corrientes del gobierno general ascendieron a 20,1 por ciento del PBI, lo que representó un incremento de 19 por ciento en términos reales reflejo del desempeño de la actividad económica y de los mejores términos de intercambio en el mismo periodo. Este importante crecimiento se advirtió tanto del lado de los ingresos tributarios (22 por ciento) cuanto de los no tributarios (14 por ciento). Los impuestos más importantes que sustentan la recaudación del Tesoro Público, el Impuesto a la Renta, el Impuesto General a las Ventas y el Impuesto Selectivo al Consumo, son los que registraron las mayores tasas de crecimiento, 26, 18 y 17 por ciento. Por el lado de los ingresos no tributarios fueron importantes los mayores ingresos por canon y regalías petroleras.

Cuadro 25
INGRESOS CORRIENTES DEL GOBIERNO GENERAL
(En porcentaje del PBI)

	2006	2007	2008	2009	2010*	2011*	2012*
INGRESOS TRIBUTARIOS	15,3	15,9	16,0	14,1	15,3	15,6	15,7
Impuesto a la renta	6,1	6,8	6,5	5,3	5,9	5,9	5,9
Impuesto General a las Ventas	7,1	7,5	8,5	7,7	8,2	8,4	8,5
Impuesto Selectivo al Consumo	1,3	1,3	0,9	1,1	1,1	1,1	1,1
Impuesto a las importaciones	0,9	0,7	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4
Otros ingresos tributarios	1,4	1,4	1,5	1,5	1,4	1,4	1,4
Devoluciones de impuestos	-1,6	-1,8	-1,9	-1,9	-1,8	-1,7	-1,7
NO TRIBUTARIOS	3,0	3,2	3,2	2,8	2,9	2,8	2,8
CONTRIBUCIONES	1,5	1,5	1,7	1,7	1,6	1,7	1,7
TOTAL	19,9	20,7	20,9	18,6	19,8	20,1	20,2

* Proyección.





60. Para el año 2010 se contemplan mayores ingresos del gobierno general respecto al Reporte de setiembre como consecuencia del creciente dinamismo de la demanda interna y porque los precios de nuestros principales productos de exportación son mayores a los previstos en el Reporte de setiembre. En consecuencia, para 2010, se estima que los ingresos del gobierno general asciendan a 19,8 por ciento del PBI, 1,2 puntos porcentuales más que en 2009, lo que implica un crecimiento real de 18,7 por ciento (16,6 por ciento en el Reporte de Inflación de setiembre). Cabe señalar que los ingresos tributarios del gobierno general vienen creciendo a tasas de dos dígitos desde el mes de enero.



61. El Impuesto a la Renta recaudaría 5,9 puntos porcentuales del PBI gracias al dinamismo que ha cobrado la actividad económica, así como por la mejora de los precios de los minerales de exportación. También contribuyó a esta evolución la paulatina disminución en el uso de saldos a favor que disponen los contribuyentes para el pago a cuenta de este impuesto.



62. El Impuesto General a las Ventas (IGV), principal ingreso tributario, también registraría un importante crecimiento en 2010 al pasar de 7,7 a 8,2 por ciento del PBI, como producto de las mayores importaciones y del aumento de las ventas gravadas por la recuperación del nivel de actividad y la reposición de inventarios de las empresas.



63. El Impuesto Selectivo al Consumo (ISC) se mantendría en niveles de 1,1 por ciento del PBI en 2010, aunque con una variación real positiva de 13 por ciento, a pesar que desde principios de año se redujo el impuesto selectivo al Diesel (S/. 1,24 por galón del nuevo combustible bajo en azufre, en lugar de S/. 1,44 del Diesel B2) para compensar el mayor precio del nuevo diesel con menor contenido de azufre.





64. Para los años 2011 y 2012 se estima un crecimiento en los ingresos corrientes del gobierno general de 7,6 y 6,0 por ciento del producto, con lo cual los ratios con respecto al producto serían de 20,1 y 20,2 por ciento, respectivamente, consistentes con las proyecciones de crecimiento de la actividad económica para los siguientes años, así como con los precios de nuestros principales productos de exportación. En este escenario de proyección no se consideran cambios en la estructura tributaria vigente.

Evolución del gasto público

65. En el periodo enero-setiembre 2010 el gasto no financiero del gobierno general representó el 17,7 por ciento del producto, ratio menor al previsto en el Reporte de setiembre (17,8 por ciento del PBI). El crecimiento del gasto para este mismo periodo fue de 13 por ciento en términos reales. El gasto corriente creció 6 por ciento y la formación bruta de capital, 32 por ciento. Por niveles de gobierno, el gasto no financiero de los gobiernos locales creció por encima del promedio (16 por ciento), en tanto que el gobierno nacional y los gobiernos regionales lo hicieron a una tasa menor (12 por ciento en ambos casos).

Para el año 2010 se estima alcanzar el nivel nominal de gasto planteado en el Marco Macroeconómico Multianual (MMM) revisado del mes de agosto. Ello implica un crecimiento real del gasto no financiero del gobierno general de 11 por ciento, menor al contemplado en el Reporte de setiembre (12 por ciento). Por grupo de gasto, el corriente aumentaría 7 por ciento y el de capital 22 por ciento, con lo que se confirma la tendencia de los últimos años en los que el crecimiento de la inversión supera al del gasto corriente.

66. El gasto público en los próximos años moderaría su crecimiento como parte de una postura anticíclica. Así, para los años 2011 y 2012 se espera un crecimiento real del gasto no financiero del gobierno general de 3 por ciento en ambos años que representaría hacia 2011 una disminución del gasto público en términos del PBI (18,5 por ciento). Esta evolución, asimismo, es consistente con los montos nominales de gasto contemplados para estos años en el MMM revisado, evolución que revierte la tendencia creciente que el gasto público registró, en términos del producto, como consecuencia de la aplicación del Plan de Estímulo Fiscal.
67. Para los años 2011 y 2012 se restablecen las reglas fiscales anuales sobre déficit fiscal y crecimiento del gasto contenidas en la Ley de Responsabilidad y Transparencia Fiscal (LRTP). Así, el déficit no puede ser mayor al 1 por ciento del PBI y el incremento del gasto de consumo del gobierno central no podrá ser mayor al 4 por ciento en términos reales, incluyendo dentro del gasto de consumo el

gasto en remuneraciones, pensiones y el correspondiente a bienes y servicios. Asimismo, la proyección considera lo dispuesto en la Ley de Equilibrio Financiero, aprobada recientemente, que indica que para el año de elecciones generales 2011 se aplicará como regla fiscal que el resultado del primer semestre del SPNF será superavitario en 2 por ciento o más del PBI para ese año.



Requerimiento financiero

68. En el año 2010, el requerimiento de financiamiento para el sector público ascendería a US\$ 2 918 millones, monto consistente con el déficit fiscal del año (0,9 por ciento del PBI). Para los años 2011 y 2012 se proyectan requerimientos de US\$ 1 441 millones y US\$ 746 millones, respectivamente, montos menores a los proyectados en el Reporte anterior debido, en general, a los mejores resultados que se esperan en el periodo 2010-2012.





Cuadro 26
REQUERIMIENTO FINANCIERO DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO 1/
(Millones de US\$)

	2009	2010		2011*		2012*		
		Ene-Set	RI Set.10*	RI Dic.10*	RI Set.10	RI Dic.10	RI Set.10	RI Dic.10
I. Usos	3 838	-175	4 047	2 918	3 344	1 441	2 530	746
1. Amortización	1 218	1 112	1 653	1 516	1 593	1 371	1 758	1 780
a. Externa	950	642	962	959	971	807	1 338	1 209
b. Interna	268	471	690	557	622	564	420	571
Del cual: Bonos de Reconocimiento	91	206	324	273	294	258	241	287
2. Resultado económico (signo negativo indica superávit)	2 620	-1 287	2 394	1 401	1 751	70	773	-1 035
II. Fuentes	3 838	-175	4 047	2 918	3 344	1 441	2 530	746
1. Externas	1 127	710	1 433	1 404	1 282	1 421	1 202	1 202
2. Bonos 2/	1 854	797	1 144	835	894	720	727	816
3. Internas 3/	857	-1 682	1 471	679	1 169	-700	601	-1 273
Nota:								
Saldo de deuda pública bruta								
En millones de US\$	33 827	33 873	34 427	34 761	35 384	36 264	35 884	37 168
En porcentaje del PBI	26,6	22,9	22,7	22,7	21,5	21,4	20,0	19,8
Saldo de deuda neta 4/								
En millones de US\$	17 290	15 725	18 213	17 848	19 935	18 188	20 583	16 945
En porcentaje del PBI	13,6	10,6	12,0	11,6	12,1	10,7	11,5	9,0

RI: Reporte de Inflación.

* Proyección.

1/ En la amortización, así como en los desembolsos, se ha aislado el efecto canje de bonos del Tesoro Público por mayores plazos y aquellas operaciones de administración de deuda, tanto internas como externas.

2/ Incluye bonos internos y externos.

3/ Signo positivo indica retiro o sobregiro y signo negativo indica mayores depósitos.

4/ Definida como deuda pública bruta menos depósitos del Sector Público no Financiero.

Fuente: BCRP, MEF.

69. Durante el año 2010 se han realizado operaciones de administración de deuda. En abril fueron retirados del mercado Bonos Globales por US\$ 1 800 millones (a valor nominal) con vencimientos en los años 2012, 2014, 2015 y 2016, de los cuales US\$ 1 385 millones fueron intercambiados por Bonos Globales de 2033 y US\$ 415 millones recomprados. Asimismo, en agosto, se efectuó una operación de intercambio de Bonos Soberanos con vencimiento en los años 2011, 2012, 2016 y 2017 por Bonos Soberanos con redención en el año 2020. El monto total intercambiado fue de S/. 1 516 millones (valor nominal).

En noviembre se realizó una tercera operación de administración de deuda por la cual se colocaron Bonos Globales y Soberanos por un total de US\$ 2 500 millones, de los cuales, US\$ 1 000 millones constituirían un prefinanciamiento de requerimientos financieros para el año 2011; mientras que lo restante se utilizaría para realizar un prepagó de deuda externa a fuentes multilaterales y bilaterales.

Con relación a la colocación externa de noviembre se emitieron US\$ 1 000 millones de un bono global con vencimiento en el año 2050 y un cupón de 5,625 por ciento anual, la tasa más baja en la historia de las emisiones regionales para un bono de tan larga maduración. El plazo del bono es el segundo más largo en la historia de Bonos Globales de América Latina². Respecto a la emisión interna se reabrió el Bono Soberano 2020 por un monto total de US\$ 1 500 millones (equivalente a S/. 4 196 millones). Aproximadamente el 65 por ciento de estos bonos fue adquirido por no residentes, lo cual representa la mayor colocación a inversionistas internacionales de bonos denominados en moneda local por un emisor latinoamericano.

Los objetivos son reducir los pagos de los vencimientos de los próximos siete años, extender la vida promedio de la deuda y sustituir deuda denominada en dólares por deuda denominada en nuevos soles.

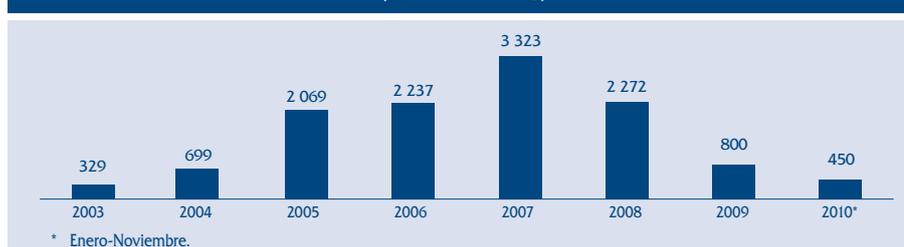
Cuadro 27
EMISIONES DE BONOS: NOVIEMBRE 2010

Características	Bono Global	Bono Soberano
Vencimiento (años)	40	10
Monto nominal (Millones de US\$)	1 000	1 500
Cupón (%)	5,625	7,840
Rendimiento (%)	5,875	5,750
Precio (%)	96,160	114,718
Monto recibido (Millones de US\$) *	961,64	1 752,09
Demanda (Millones de US\$)	2 500	2 538

(*) Incluye intereses corridos por US\$ 252 millones.

70. Cabe mencionar que si bien se colocaron bonos denominados en nuevos soles por S/. 4 196 millones, el pago se hizo en dólares, por lo que en la práctica la operación implicó una colocación en nuevos soles y una compra de dólares. La demanda de moneda extranjera por parte del fisco ha sido de US\$ 450 millones entre enero y noviembre.

Gráfico 65
COMPRAS NETAS DE DÓLARES DEL TESORO PÚBLICO
(Millones de US\$)



2 En octubre de 2010 México emitió un bono global de US\$ 1 000 millones a un plazo de 100 años, un cupón de 5,750 por ciento y un rendimiento de 6,1 por ciento.





71. Con las operaciones de administración de deuda efectuadas durante el año 2010 se conseguirá un reperfilamiento de las obligaciones y se reducirán los riesgos de mercado (cambiarío y de fluctuación de tasas de interés) así como los riesgos de refinanciamiento futuro de la deuda pública. Por otro lado, se continuará con el proceso de reducción de deuda. Al cierre de 2010 se registraría un ratio de deuda bruta respecto al PBI de 22,7 por ciento y de deuda neta de 11,6 por ciento. Las proyecciones para los años siguientes consideran un menor endeudamiento en relación al incremento de la actividad económica.



RECUADRO 2 REGLAS FISCALES CONTRACÍCLICAS

El uso de reglas fiscales, entendidas como restricciones permanentes a la política fiscal expresadas en límites numéricos sobre algún indicador de la actividad fiscal³, se ha extendido considerablemente tanto entre las economías emergentes como las desarrolladas. De acuerdo a información del Fondo Monetario Internacional⁴ actualmente alrededor de 80 países utilizan este mecanismo para manejar sus finanzas públicas tanto a nivel nacional como subnacional.

El objetivo principal de esta clase de arreglo institucional es reducir el sesgo al déficit presente en el manejo discrecional de la política fiscal y favorecer un desempeño ordenado, predecible y sostenible de las finanzas públicas. No obstante, una de las principales críticas al uso de las reglas fiscales es que puede inducir a un comportamiento procíclico de la política fiscal.

3 Kopitz G. y S. Symansky(1998) "Fiscal Policy Rules" IMF Occasional Paper N° 162. Washington DC. 1998. Típicamente las reglas fiscales imponen límites sobre el déficit fiscal, el gasto público o la acumulación de deuda pública.

4 FMI(2009) "Fiscal Rules: Anchoring Expectations for Sustainable Public Finances". IMF. Washington DC. November 2009.

Ello ocurriría cuando, por ejemplo, un país sigue una meta fija sobre el déficit fiscal, lo que obliga a las autoridades económicas a ajustar los gastos públicos ante cambios en la recaudación debidos al ciclo económico: así en una recesión el gobierno tendría que reducir el gasto público convirtiéndose en parte del mecanismo de amplificación de los choques que afectan la economía, en lugar de mitigarlos.

Por ello, el diseño adecuado de las reglas fiscales es esencial para lograr un balance entre simplicidad (que favorece la credibilidad de la regla ya que hace fácil su seguimiento) y flexibilidad de modo que se minimice la posibilidad de seguir políticas procíclicas que pueden ser muy costosas en términos de bienestar y crecimiento económico. Una regla fiscal mal diseñada puede inducir al uso de contabilidad “creativa”, o a usar en forma discrecional sus cláusulas de escape y tener un nulo impacto sobre el desempeño fiscal⁵.

Esta nota describe dos tipos de regla fiscal que buscan mantener la solvencia del gobierno y que a la vez dan margen para políticas contracíclicas adicionales a los “estabilizadores automáticos” incorporados en el sistema tributario o de prestaciones sociales. Una característica de estas reglas fiscales es que asocian un instrumento o indicador de política fiscal a medidas del ciclo económico en forma similar a las reglas de política monetaria, que ligan la tasa de interés de política monetaria al estado de la economía y la inflación, siguiendo la propuesta de Taylor⁶.

Propuesta de Regla Fiscal para Colombia

En julio último se presentó una propuesta⁷ para dotar a Colombia de una regla fiscal que, manteniendo la estabilidad financiera del gobierno, brinde espacio para intervenciones contracíclicas.

En términos formales la regla fiscal propuesta para Colombia puede expresarse como:

$$rp_t = rp^* + \lambda(y_t - \bar{y}) + (tp_t - \bar{tp})$$

Donde rp^* es una meta para el resultado primario del gobierno central (medida como porcentaje del PBI), $y_t - \bar{y}$ es la brecha entre el PBI efectivo y su nivel potencial (medida como desviación porcentual) y $tp_t - \bar{tp}$ es el componente cíclico de los ingresos fiscales derivados de la producción petrolera (básicamente el Impuesto a la Renta y dividendos pagados por Ecopetrol y el Impuesto a la Renta pagado por las petroleras privadas medidos como porcentaje del PBI).

Esta regla establece que, si la economía y la recaudación proveniente del sector hidrocarburos se mantienen en sus niveles de tendencia ($y_t = \bar{y}$ y $tp_t = \bar{tp}$) entonces el resultado primario del gobierno

5 Cáceres, C., A. Corbacho y L. Medina(2010) “Structural Breaks in Fiscal Performance: Did Fiscal Responsibility Laws Have Anything to Do with Them?” IMF Working Paper N° 10/248. Washington DC. November 2010.

6 Taylor(2000) “Reassessing Discretionary Fiscal Policy”. Journal of Economic Perspectives. Volume 14 N° 3 Summer 2000.

7 Comité Técnico Interinstitucional(2010) “Regla Fiscal para Colombia” Bogotá, Julio 2010.





central deberá corresponder a un nivel de mediano plazo necesario para que la razón deuda pública a PBI sea estable (o decreciente) en el tiempo, es decir que asegure la solvencia fiscal.

Sin embargo, si la actividad económica se encuentra por debajo de su nivel potencial, entonces se permite que el gobierno reduzca el resultado primario del gobierno nacional para estimular la economía. La magnitud de la respuesta contracíclica depende del valor del parámetro λ . El criterio para seleccionar este valor comienza por reconocer que los ingresos fiscales dependen en forma automática del nivel de actividad económica, por lo que el valor asignado a λ debe superar el asociado al impacto de los estabilizadores automáticos en el resultado primario del fisco.

Asimismo, la regla implica que todo el componente cíclico de los ingresos generados por el sector de hidrocarburos debe ser ahorrado por el gobierno y solo se podrá gastar el componente permanente de esa fuente de ingresos. El objetivo principal de esta medida es mitigar el impacto en la demanda agregada y en el tipo de cambio de los ciclos de los precios del crudo. Esta regla permitiría acumular recursos en un fondo de riqueza soberana lo que favorecería una mayor equidad inter-generacional.

La regla estará dotada de cláusulas de escape: en el caso de guerra externa, desastres naturales o choques significativos al producto, tipo de cambio, tasa de interés o inflación es posible suspender la aplicación de la regla.

Se considera además la creación de un cuerpo colegiado encargado de monitorear el cumplimiento de la regla y de calificar las situaciones que ameriten el empleo de las cláusulas de escape. Este Comité Externo de Evaluación de la Regla Fiscal tendrá tres miembros que serían nombrados en conjunto por el Banco Central, el Ministerio de Hacienda y el Departamento Nacional de Planeación. Entre las funciones del comité se encuentra la estimación de la brecha del PBI y del componente cíclico de los ingresos del sector hidrocarburos así como la revisión periódica de los parámetros de la regla.

Propuesta de Regla Fiscal para Turquía

El gobierno de Turquía ha elaborado una propuesta⁸ de regla fiscal con el fin de promover la predictibilidad de sus finanzas públicas y asegurar un manejo prudente del déficit fiscal a mediano plazo, la cual se encuentra en discusión en su parlamento.

Esta propuesta puede expresarse algebraicamente como:

$$\Delta d_t = -\alpha(d_{t-1} - d^*) - \beta(g_t^y - \bar{g}^y)$$

Donde Δd_t corresponde al cambio del déficit fiscal global del gobierno general en el periodo actual, medido como porcentaje del PBI; d_{t-1} es el déficit fiscal del periodo anterior (porcentaje del

8 Undersecretariat of Treasury (2010) "Main Elements of the Draft Law on Fiscal Rule". Mayo 2010, ver también IMF(2010) "Turkey: Staff Report for the 2010 Article IV Consultation and Post-Program Monitoring" IMF Country Report N° 10/278. Washington DC Setiembre 2010.

PBI); d^* es el nivel meta del déficit global; g_t^y es la tasa de crecimiento del PBI real en el periodo corriente y \bar{g}^y es la tasa de crecimiento del PBI potencial. El parámetro α mide la velocidad a la cual el déficit fiscal se ajusta a su nivel meta y el parámetro β mide la respuesta contracíclica de la política fiscal incorporada en la regla.

Esta propuesta indica que el cambio en el déficit fiscal debe tener dos componentes: el primero asociado al ajuste de las cuentas del sector público a un nivel consistente con la sostenibilidad fiscal d^* y el otro asociado a la respuesta ante el ciclo económico. El déficit puede aumentar cuando la economía se encuentre creciendo a una tasa menor que la potencial y debe reducirse cuando la economía crezca más rápido que el potencial. Asimismo el monto generado por la regla se considera como un tope o monto máximo de variación del déficit, lo que significa que si otros objetivos macroeconómicos (como promover el ajuste externo de la economía) requieren una mayor restricción fiscal, la expansión del déficit puede ser menor a la prevista en la regla.

Todos los parámetros de la regla se fijan en la legislación. Así, en la propuesta que se discute en el parlamento turco la meta de déficit global es de 1 por ciento del PBI, la velocidad de ajuste a la meta de déficit es un tercio ($\alpha = 1/3$), la respuesta contracíclica es también de un tercio ($\beta = 1/3$) y la tasa de crecimiento del PBI potencial es de 5 por ciento. La propuesta contiene también medidas de transparencia que favorecen el seguimiento del cumplimiento de la regla fiscal.

Finalmente, en caso de desastres naturales, epidemias o crisis económico-financieras todo gasto adicional dirigido a aliviar la situación de emergencia será tratado como excepción a la regla.

Las propuestas reseñadas muestran el interés de los países por buscar establecer reglas de conducta para la autoridad fiscal que favorezcan una oportuna respuesta contracíclica sin dejar de atender la necesidad de mantener una posición fiscal financieramente sostenible.

Esto es importante para países como el Perú cuyas cuentas fiscales son vulnerables a las variaciones de los precios de los productos de exportación. En nuestro caso una regla fiscal debe proveer cobertura ante las fluctuaciones económicas y aislar al gasto público de las variaciones cíclicas de las cotizaciones internacionales, de modo que se mitigue el impacto en la demanda interna y en el tipo de cambio real de las fluctuaciones en los términos de intercambio.

RECUADRO 3 FONDOS DE RIQUEZA SOBERANA DE PAÍSES EXPORTADORES DE *COMMODITIES*

Los países que cuentan con una base exportadora con alto contenido de “*commodities*” enfrentan retos específicos de diseño de las instituciones relacionadas al manejo fiscal debido a la volatilidad de los precios de estos productos y al hecho de que usualmente se trata de recursos no renovables (como la minería y la explotación de hidrocarburos).





La alta volatilidad en los precios de estos productos se suele transmitir a los ingresos fiscales mediante cambios en la recaudación por impuesto a la renta y regalías pagadas al Estado por las empresas privadas, o mediante cambios en los dividendos y transferencias que las empresas estatales del sector realizan al gobierno nacional.

Esta mayor volatilidad de los ingresos fiscales dificulta el planeamiento del gasto público y aumenta la vulnerabilidad fiscal: en periodos de precios bajos el fisco puede verse obligado a reducir los gastos públicos, mientras que los periodos de alza de precios suelen ser acompañados de presiones domésticas a gastar estos recursos, sobre todo cuando el país muestra brechas severas de infraestructura o servicios públicos, lo que puede afectar negativamente la calidad del gasto.

Asimismo, como es difícil distinguir en la práctica los componentes permanentes y temporales de los cambios en los precios internacionales, ante un aumento temporal de ingresos el fisco puede reaccionar aumentando componentes permanentes del gasto público, lo que aumenta la vulnerabilidad del Estado ante choques adversos de términos de intercambio, y dificulta establecer políticas financieramente sostenibles, lo que se traduce en un acceso más costoso al mercado de capitales.

Además de la vulnerabilidad fiscal y menor calidad del gasto público, la volatilidad de los precios de los *commodities* se trasladan también al tipo de cambio real: periodos de precios de *commodities* altos están asociados a apreciaciones reales, lo que hace más difícil diversificar la base de productos de exportación. Esto se explica porque un aumento de los términos de intercambio opera como una mejora en el ingreso real de los residentes de un país, cuando este mayor ingreso es gastado aumenta la demanda de bienes no transables y con ella su precio relativo respecto a los bienes transables, lo que genera la apreciación real.

Por otro lado, en la medida que los ingresos provenientes de recursos no renovables no constituyen propiamente renta, sino la transformación de riqueza natural en activos financieros, el país enfrenta el problema de diseñar mecanismos que aseguren que no sólo la generación presente de ciudadanos disfrute de los beneficios de la explotación de los recursos del país sino que estos beneficios se extiendan hacia las generaciones futuras.

Una respuesta institucional por parte de varios países exportadores de *commodities* ha sido la creación de “Fondos de Riqueza Soberana”. Estos fondos soberanos se pueden definir como “vehículos del gobierno financiados por ingresos externos en divisas, pero separados de las reservas internacionales”. Los Fondos de Riqueza Soberanos difieren de las Reservas Internacionales en términos de objetivos y portafolios. Las Reservas Internacionales se han invertido históricamente en títulos de alta calificación y liquidez (usualmente en títulos de renta fija soberana) para fines de la intervención en el mercado de divisas, mientras que los fondos soberanos suelen adoptar un enfoque a más largo plazo, colocando recursos en renta variable internacional, *commodities*, y valores de renta fija del sector privado, que son utilizados para alcanzar los objetivos estratégicos y financieros a largo plazo de la nación⁹.

9 Lowery, C. (2007). “Sovereign Wealth Funds and the International Financial System”. Remarks at the Federal Reserve Bank of San Francisco’s Conference on the Asian Financial Crisis Revisited. US Treasury Washington DC. Junio 2007.

Los fondos más antiguos fueron creados en la década de los años cincuenta y su uso se ha extendido a lo largo del tiempo. La reciente alza de la cotización internacional del petróleo y de diversos metales ha ocasionado que los activos administrados por estas entidades aumenten en forma considerable. De acuerdo a información del *Sovereign Wealth Fund Institute* los principales fondos soberanos con activos generados por ingresos por *commodities* estarían administrando activos por alrededor de US\$ 2,4 billones.

FONDOS DE RIQUEZA SOBERANA PROVENIENTES DE *COMMODITIES*

País	Nombre del fondo	Activos en miles de millones (US\$)	Fecha de creación	Origen
Emiratos Árabes Unidos – Abu Dabi	Abu Dhabi Investment Authority	627,0	1976	Petróleo
Noruega	Government Pension Fund – Global	512,0	1990	Petróleo
Arabia Saudita	SAMA Foreign Holdings	439,1	n/a	Petróleo
Kuwait	Kuwait Investment Authority	202,8	1953	Petróleo
Rusia	National Welfare Fund	142,5	2008	Petróleo
Qatar	Qatar Investment Authority	85,0	2005	Petróleo
Libia	Libyan Investment Authority	70,0	2006	Petróleo
Argelia	Revenue Regulation Fund	56,7	2000	Petróleo
Kazajistán	Kazakhstan National Fund	38,0	2000	Petróleo
Estados Unidos – Alaska	Alaska Permanent Fund	37,0	1976	Petróleo
Brunei	Brunei Investment Agency	30,0	1983	Petróleo
Irán	Oil Stabilisation Fund	23,0	1999	Petróleo
Chile	Fondo de Estabilización Económica y Social	21,8	2006	Cobre
Azerbaiyán	State Petroleum Fund	21,7	1999	Petróleo
Emiratos Árabes Unidos – Dubái	Investment Corporation of Dubai	19,6	2006	Petróleo
Canadá	Alberta's Heritage Fund	14,4	1976	Petróleo
Emiratos Árabes Unidos – Abu Dabi	International Petroleum Investment Company	14,0	1984	Petróleo
Emiratos Árabes Unidos – Abu Dabi	Mubadala Development Company	13,3	2002	Petróleo
Bahréin	Mumtalakat Holding Company	9,1	2006	Petróleo
Omán	State General Reserve Fund	8,2	1980	Petróleo y Gas
Botsuana	Pula Fund	6,9	1994	Diamantes y Minerales
Timor Oriental	Timor-Leste Petroleum Fund	6,3	2005	Petróleo y Gas
Arabia Saudita	Public Investment Fund	5,3	2008	Petróleo
Estados Unidos – Wyoming	Permanent Wyoming Mineral Trust Fund	4,7	1974	Minerales
Trinidad y Tobago	Heritage and Stabilization Fund	2,9	2000	Petróleo
Emiratos Árabes Unidos – Ras Al Khaimah	RAK Investment Authority	1,2	2005	Petróleo
Venezuela	FEM	0,8	1998	Petróleo
Nigeria	Excess Crude Account	0,5	2004	Petróleo
Kiribati	Revenue Equalization Reserve Fund	0,4	1956	Fosfatos
Mauritania	National Fund for Hydrocarbon Reserves	0,3	2006	Petróleo y Gas

Fuente: Sovereign Wealth Fund Institute.

La siguiente tabla resume las fuentes y usos de recursos de algunos Fondos de Riqueza Soberana¹⁰:

10 Davis, J y Otros(2001) “*Stabilization and Savings Funds for Nonrenewable Resources*”. IMF Occasional Paper 205. IMF Washington DC. 2001.





CARACTERÍSTICAS DE ALGUNOS FONDOS DE RIQUEZA SOBERANA

País	Nombre	Objetivos	Fecha Creación	Regla de Acumulación	Regla de Uso	Entidad Responsable
Chile	Fondo de Estabilización Económica y Social	Financiar déficit amortizar deuda	2006	Superávit fiscal luego de aporte a Fondo de Pensiones y Banco central	En caso de déficit para no recurrir a endeudamiento	Ministerio de Hacienda Administrado por el Banco Central
Noruega	Fondo Petrolero Estatal	Estabilización y ahorro	1990	Ingresos fiscales del petróleo	Transferencias aprobadas por Parlamento	Ministerio de Finanzas
Kuwait	Fondo General de Reserva	Estabilización y ahorro	1960	Superávit presupuestal	Transferencias discrecionales	Ministerio de Finanzas y Banco Central
Oman	Fondo Estatal de Reservas Generales	Ahorro	1980	Ingresos petroleros por encima del presupuesto	Transferencias discrecionales	Agencia autónoma

Fuente: FMI.

En términos generales, estos fondos se usan para facilitar el logro de los siguientes objetivos:

- Aislar el gasto público de la volatilidad de los términos de intercambio: El fondo contribuye a este objetivo toda vez que permite ahorrar los excesos de ingresos en los tiempos buenos y usar estos ahorros en los tiempos difíciles. Un gasto público más estable contribuye a reducir la amplitud y la volatilidad del ciclo económico, con lo cual se favorece un mayor crecimiento sostenible.
- Favorecer la equidad intergeneracional: El ahorrar parte de los ingresos provenientes de la explotación de recursos no renovables implica que la generación actual y las futuras puedan gozar de un mayor gasto público. Además, si el país tiene que afrontar en el futuro fuertes demandas sociales por concepto de pensiones, debería acumular fondos para financiar estos costos sociales.
- Mitigar apreciación cambiaria: Como resultado del auge temporal de un sector exportador ligado a recursos naturales, suele presentarse una apreciación real de la moneda con efectos adversos sobre la competitividad de la economía (Enfermedad Holandesa). Esto puede evitarse si se esteriliza la entrada de las divisas por la exportación de los recursos no renovables en un fondo con inversiones en el exterior.
- Auto-seguro contra el riesgo de iliquidez: Contar con un fondo acumulado durante los periodos de auge evita que en épocas de recesión se recurra a deuda pública en condiciones financieramente desventajosas y en el límite a entrar en cesación de pagos causada por una pérdida no anticipada de acceso al mercado internacional de capitales.

Los fondos soberanos generalmente no se involucran en políticas macroeconómicas domésticas de corto plazo con dos excepciones¹¹: (i) transferencias al presupuesto por necesidades excepcionales y focalizadas y (ii) retiro de fondos para apoyar al Banco Central en caso de requerimientos excepcionales de apoyo a la Balanza de Pagos y la política monetaria.

Finalmente, es deseable que la asignación de los recursos de los Fondos Soberanos no implique el financiamiento de mayores gastos de inversión en el mismo periodo. Como acabamos de reseñar, los Fondos de Riqueza Soberana son fundamentalmente un mecanismo para promover el ahorro público y para administrarlo mediante inversiones en el exterior, hasta cuando se requiera su utilización, ya sea por caída de precios de *commodities* o por agotamiento del recurso. Si estos fondos se utilizan para financiar inversión local, ello conllevaría efectos macroeconómicos no deseados como:

- Aumento de la inflación: El mayor de gasto de capital sería equivalente a un aumento en la demanda interna que presionaría sobre los precios, en particular de los bienes no transables.
- Apreciación cambiaria: La acumulación de recursos en los Fondos Soberanos ayuda a esterilizar los flujos de divisas provenientes del superávit de la balanza de pagos. Su uso implicaría la conversión a moneda local de estos recursos, lo que revertiría las políticas que condujeron a la acumulación de reservas.
- Riesgos fiscales: El financiamiento mediante Fondos Soberanos de proyectos públicos que deberían incorporarse al presupuesto ordinario puede generar problemas relacionados con la contabilidad, transparencia y riesgos fiscales.
- Mayor vulnerabilidad de la economía: la economía tendría una menor capacidad de respuesta frente a una reversión de los altos precios de los *commodities* y salidas de capitales.

11 Hammer y Otros (2008) "Sovereign Wealth Funds: Current Institutional and Operational Practices". IMF Working Paper 08/254. IMF Washington DC. Noviembre 2008.





V. Política Monetaria

72. Entre mayo y setiembre de 2010, en un escenario de alto dinamismo de la actividad económica doméstica, el Banco Central implementó una política de retiro preventivo de estímulo monetario elevando la tasa de interés de referencia de un nivel mínimo histórico de 1,25 a 3,0 por ciento. Entre octubre y diciembre el Banco Central hizo una pausa en el retiro del estímulo monetario, tomando en cuenta la evolución de la inflación y de las expectativas de inflación, que reflejaba ausencia de presiones inflacionarias, y una recuperación más lenta que la esperada en la economía global asociada a la incertidumbre generada por los altos niveles de deuda vigentes en algunas economías de la Eurozona.

En los últimos meses la inflación ha venido disminuyendo. En noviembre la inflación fue 0,01 por ciento, con lo que la tasa de inflación anual se ubicó en 2,22 por ciento, alrededor de la meta (2 por ciento), al igual que las expectativas de inflación de 2011 y 2012. Ello luego de haberse observado inflaciones negativas consecutivas en setiembre y octubre (-0,03 y -0,14 por ciento, respectivamente) debido principalmente a la reducción de los precios de alimentos. Por su parte, la actividad económica continúa mostrando un fuerte dinamismo con un crecimiento a octubre de 2010 de 8,7 por ciento.

Asimismo, en octubre entraron en vigencia nuevos requerimientos de encaje en nuevos soles y dólares, con el fin de limitar el dinamismo del crédito y la liquidez en un contexto de entradas de capital y expectativas de apreciación cambiaria. Las medidas correspondientes fueron:

- Incremento de la tasa de encaje mínimo legal de 8,5 a 9,0 por ciento, con una exoneración de S/. 50 millones o el 6,0 por ciento del TOSE, el menor.
- Aumento de la tasa de encaje marginal en moneda nacional a 25 por ciento.
- Aumento de la tasa de encaje marginal en moneda extranjera de 50 a 55 por ciento.
- Se elevó la tasa de encaje medio en moneda extranjera en 0,5 puntos porcentuales sobre la tasa implícita de encaje del periodo comprendido entre el 1 y el 31 de julio de 2010.



MEDIDAS RECIENTES DE TASAS DE INTERÉS DE REFERENCIA:
Setiembre – Diciembre 2010

Setiembre: El Directorio del Banco Central de Reserva del Perú aprobó elevar la tasa de interés de referencia de la política monetaria de 2,5 por ciento a 3,0 por ciento.

La elevación de la tasa de referencia tiene un carácter preventivo frente a un contexto de fuerte dinamismo de la demanda interna, situación que aconseja retirar el estímulo monetario a fin de mantener la inflación en el rango meta. Sin embargo, ajustes futuros en la tasa de referencia estarán condicionados a la nueva información sobre la inflación y sus determinantes.

Octubre: El Directorio del Banco Central de Reserva del Perú aprobó mantener la tasa de interés de referencia de la política monetaria en 3,0 por ciento.

Esta decisión toma en cuenta la evolución reciente de la inflación y sus determinantes, la cual aconseja hacer una pausa en los ajustes preventivos a la tasa de referencia iniciados en mayo del presente año. Los indicadores actuales y adelantados de actividad señalan una ligera moderación del crecimiento de la actividad productiva, en línea con las proyecciones del Reporte de Inflación. Futuros ajustes en la tasa de referencia estarán condicionados a la nueva información sobre la inflación y sus determinantes.

Noviembre: El Directorio del Banco Central de Reserva del Perú aprobó mantener la tasa de interés de referencia de la política monetaria en 3,0 por ciento.

Esta decisión toma en cuenta la evolución reciente de la inflación y sus determinantes, la cual aconseja continuar con la pausa en los ajustes preventivos a la tasa de referencia iniciados en mayo del presente año. La inflación subyacente se mantiene alrededor de la meta de 2 por ciento, en tanto que la inflación total se ha venido reduciendo en los dos últimos meses por la reversión de los choques de oferta. Futuros ajustes en la tasa de referencia estarán condicionados a la nueva información sobre la inflación y sus determinantes, incluyendo la vinculada al entorno financiero internacional.





Diciembre: El Directorio del Banco Central de Reserva del Perú aprobó mantener la tasa de interés de referencia de la política monetaria en 3,0 por ciento.

Esta decisión toma en cuenta la evolución de la inflación y sus determinantes, así como la incertidumbre en la evolución de la economía mundial. La inflación subyacente y la inflación total se mantienen alrededor de la meta de 2 por ciento. Futuros ajustes en la tasa de referencia estarán condicionados a la nueva información sobre la inflación y sus determinantes, incluyendo la vinculada al entorno financiero internacional.

73. En octubre y noviembre las tasas de interés preferenciales a 90 días en nuevos soles se redujeron, por menores expectativas de incrementos en la tasa de referencia y la pausa adoptada por el BCRP en el ajuste de su posición de política monetaria. Así, las tasas activas a 90 días pasaron de 3,84 en setiembre a 3,63 por ciento en noviembre. Por otro lado, las tasas preferenciales en moneda extranjera se redujeron de 2,35 a 2,19 por ciento en el mismo periodo.



74. Por tipo de colocaciones, las tasas de interés en moneda nacional de créditos para empresas medianas y créditos a microempresas registraron incrementos. Así, las tasas de créditos para medianas empresas aumentaron de 8,7 por ciento en setiembre a 10,1 por ciento en noviembre, en tanto que para microempresas aumentaron de 30,9 a 31,5 por ciento. Por su parte, las tasas de créditos de consumo se redujeron de 39,5 a 37,8 y las de créditos hipotecarios de 9,6 a 9,5 por ciento en el mismo periodo. Para los otros tipos de crédito las tasas de interés permanecieron estables.

En moneda extranjera, las tasas de interés de todos los créditos se redujeron, con excepción de los créditos a microempresas que se incrementaron de 15,5 en setiembre a 15,8 por ciento en noviembre.

Cuadro 28
TASAS DE INTERÉS POR TIPO DE CRÉDITO EN MONEDA NACIONAL 1/ 2/
(En porcentajes)

Moneda extranjera								
	Comercial	Corporativos	Grandes Empresas	Medianas Empresas	Pequeñas Empresas	Microempresas	Consumo	Hipotecario
Dic.08	11,0	-	-	-	-	35,3	37,8	11,4
Dic.09	6,1	-	-	-	-	32,7	45,1	9,8
Ago.10	8,5	-	-	-	-	30,5	42,1	9,7
Set.10	-	5,5	6,4	8,7	23,6	30,9	39,5	9,6
Oct.10	-	5,6	6,3	9,5	23,2	31,3	38,4	9,5
Nov.10 ^{2/}	-	5,1	6,1	10,1	23,7	31,5	37,8	9,5
Moneda extranjera								
	Comercial	Corporativos	Grandes Empresas	Medianas Empresas	Pequeñas Empresas	Microempresas	Consumo	Hipotecario
Dic.08	9,3	-	-	-	-	23,9	20,8	10,8
Dic.09	6,7	-	-	-	-	22,4	21,2	9,1
Ago.10	7,0	-	-	-	-	16,3	21,5	8,6
Set.10	-	4,3	5,5	9,5	15,0	15,5	21,3	8,4
Oct.10	-	3,8	5,5	9,3	14,7	15,5	22,0	8,3
Nov.10 ^{2/}	-	3,2	5,3	9,1	14,3	15,8	20,9	8,2

1/ Tasas activas anuales de las operaciones realizadas en los últimos 30 días útiles.

2/ Las empresas reportan a la SBS información más segmentada de las tasas de interés promedio de los créditos destinados a financiar actividades productivas -corporativos, grandes empresas, medianas empresas, pequeñas empresas y microempresas-, de acuerdo con las definiciones establecidas en la Resolución SBS 11356-2008 y normas complementarias.

Fuente: SBS.

Las tasas de interés pasivas para depósitos de 30 días se redujeron entre setiembre y noviembre de 2,5 a 2,1 por ciento en moneda nacional y de 1,4 a 0,8 por ciento en moneda extranjera.





Cuadro 29
TASAS DE INTERÉS EN NUEVOS SOLES Y EN DÓLARES
(En porcentajes)

	Nuevos Soles		Dólares		Diferencia (pbs) (Set-Nov.10)	
	Set.10	Nov.10	Set.10	Nov.10	Nuevos Soles	Dólares
1. Depósitos hasta 30 días	2,5	2,1	1,4	0,8	-40	-64
2. Depósitos a plazo de 31 a 180 días	2,5	2,8	1,2	1,3	30	10
3. Depósitos a plazo de 181 a 360 días	3,2	3,7	1,7	1,7	52	0
4. Activa preferencial corporativa	3,8	3,7	2,9	2,1	-10	-80
5. TAMN / TAMEX	18,3	18,8	8,7	8,6	51	-13

Operaciones monetarias

75. Las operaciones del BCRP se orientaron a garantizar niveles adecuados de liquidez y contribuir a la fluidez de las operaciones en el mercado monetario, en un contexto de mayor disposición de liquidez de los bancos y menor volatilidad cambiaria que redujeron la necesidad de intervenciones cambiarias del BCRP. En octubre de 2010, el Directorio del Banco Central aprobó nuevos instrumentos de esterilización monetaria con la finalidad de incrementar la efectividad del control monetario en un contexto de persistentes inlfujos de capitales de corto plazo. Así, desde el 11 de octubre, la colocación de CDBCRP fue sustituida por la colocación de los Depósitos a plazo (DP BCRP) al que sólo pueden acceder las entidades bancarias.

Los Depósitos a plazo son instrumentos en nuevos soles destinados a esterilizar los excedentes de liquidez del sistema financiero, que a diferencia de los Certificados del Banco Central (CDBCRP), sólo los pueden adquirir las instituciones financieras que operan directamente con el Banco Central. De esta manera, su uso tiene como objetivo ser un instrumento únicamente de control monetario. Los Depósitos a plazo tienen una tasa determinada mediante subasta y pueden ser emitidos a plazos que van de un día a más, habiéndose constituido desde su emisión en el principal instrumento de esterilización del Banco Central con plazos que van de un día a 4 meses.

76. Asimismo, se inició la emisión de Certificados Liquidables en Dólares (CDLD BCRP) que reduce en parte la necesidad de efectuar compras directas de dólares. Mediante este instrumento el Banco Central compra dólares a las entidades financieras y simultáneamente esteriliza el importe de las compras mediante la emisión de un certificado de depósito en nuevos soles, que puede emitirse a una tasa de interés fija (CDBCRP) o a una tasa variable (CDVBCRP). Al vencimiento del instrumento, el BCRP vende los dólares a las entidades financieras por el importe del certificado de depósito emitido, haciendo innecesario que esta operación se efectúe en el mercado cambiario.

Entre octubre y noviembre, en un escenario de menores presiones en el mercado cambiario, se efectuaron menores compras directas de dólares por US\$ 227 millones en Mesa de Negociación y una colocación de CDLD BCRP por S/. 450 millones. Por otro lado, para evitar presiones a la baja sobre la tasa de interés interbancaria, por la mayor liquidez de la banca debido al vencimiento de S/. 28 598 millones de CDBCRP, los excesos de liquidez fueron esterilizados mediante la colocación de Depósitos a Plazo por S/. 24 067 millones, a plazos entre un día y 4 meses.

Para retirar los excesos de liquidez a mayores plazos se ha creado el Certificado de Depósitos a tasa variable (CDV BCRP), cuyo rendimiento varía en función a la tasa de referencia del Banco Central. Este instrumento incentivaría a que las entidades financieras adquieran certificados a mayores plazos sin el riesgo de tasa de interés. Así, se colocaron CDV BCRP por S/. 2 123 millones, a plazos entre 3 y 6 meses.

En el periodo octubre-noviembre, la mayor demanda por circulante (S/. 960 millones) reflejó el mayor dinamismo de la actividad económica. En este mismo periodo, el sector público ha venido acumulando depósitos en el BCRP por S/. 1 131 millones.

Cuadro 30
OPERACIONES DEL BCRP
(Millones de nuevos soles)

	FLUJOS				SALDOS		
	I Sem	3T.10	Oct-Nov*	Acumulado anual*	31 Dic.09	30 Jun.10	30 Nov.10
I. OPERACIONES CAMBIARIAS	9 033	15 275	1 059	25 367			
(Millones de US\$)	3 180	5 452	380	9 011			
1. Operaciones en la Mesa de Negociación	3181	5 556	227	8 963			
2. Sector público	0	-50	0	-50			
3. Otras operaciones cambiarias 1/	-1	-54	153	98			
II. OPERACIONES MONETARIAS	-9 742	-13 566	1 019	-22 289	-36 323	-46 065	-58 612
1. Operaciones de esterilización	-9 756	-13 552	1 019	-22 289	-36 323	-46 079	-58 612
a. Instrumentos BCRP	-3 450	-12 197	1 957	-13 690	-14 121	-17 570	-27 810
CDBCRP	-3 450	-12 197	28 598	12 951	-14 121	-17 570	-1 170
CDLD BCRP	0	0	-450	-450	0	0	-450
CDV BCRP	0	0	-2 123	-2 123	0	0	-2 123
Depósitos a plazo	0	0	-24 067	-24 067	0	0	-24 067
b. Depósitos M/n del sector público	-6 817	-1 065	-1 131	-9 013	-21 006	-27 823	-30 019
c. Otras operaciones monetarias 2/	511	-290	193	413	-1 196	-685	-783
2. Operaciones de inyección de liquidez	14	-14	0	0	0	14	0
a. Compra temporal de títulos valores	14	-14	0	0	0	14	0
b. Créditos de regulación monetaria	0	0	0	0	0	0	0
II. ENCAJE EN MONEDA NACIONAL	262	-837	-1 356	-1 931	-4 307	-4 045	-6 239
II. OTROS 3/	808	334	238	1 380			
III. CIRCULANTE **	361	1 205	960	2 526	19 241	19 602	21 7671
(Variación mensual)					10,3%	0,8%	1,5%
(Variación acumulada)					29,5%	31,9%	13,1%
(Variación últimos 12 meses)					11,0%	21,2%	24,8%

* Al 30 de noviembre de 2010.

** Datos preliminares.

1/ Incluye compra con compromiso de recompra de ME, operaciones con CDLD y operaciones fuera de mesa.

2/ Incluye depósitos overnight y del Fondo de Seguro de Depósitos.

3/ Incluye gastos operativos del BCRP, Intereses por depósitos en el BCRP (overnight, a plazo y especiales), intereses netos por colocaciones de CDBCRP.





Agregados Monetarios

77. En noviembre, el circulante promedio desestacionalizado tuvo un crecimiento mensual de 2,3 por ciento, acumulando con ello un crecimiento de 26,2 por ciento en los últimos 12 meses. En octubre, la tasa de crecimiento mensual fue de 2,4 por ciento y la tasa de crecimiento anual fue de 25,8 por ciento. La evolución del circulante refleja el dinamismo de las transacciones de los agentes económicos y del nivel de actividad económica.



78. El crédito al sector privado también mostró un dinamismo en línea con la mayor actividad económica. En este periodo se registró un aumento extraordinario de las colocaciones de sucursales en el exterior de las empresas bancarias. Tomando en cuenta dichas colocaciones, durante los últimos 12 meses, el crédito al sector privado creció 20,2 por ciento en noviembre, 3,3 puntos porcentuales por encima de la tasa de crecimiento del crédito al sector privado sin sucursales. Cabe mencionar que estos créditos de sucursales del exterior se han financiado en parte con bonos colocados en el exterior. También se viene observando en la banca una sustitución entre el fondeo externo de corto plazo por el fondeo de largo plazo.



Por tipo de institución financiera, las entidades microfinancieras y las empresas bancarias mostraron un mayor crecimiento de colocaciones (2,4 por ciento), en tanto la banca estatal incrementó sus colocaciones en 0,4 por ciento.

Cuadro 31
CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO TOTAL, POR TIPO DE INSTITUCIÓN FINANCIERA

	Saldo en millones de nuevos soles			Tasas de crecimiento (%)		
	Nov.09	Oct.10	Nov.10	Oct.10/ Oct.09	Nov.10/ Nov.09	Nov.10/ Oct.10
Empresas bancarias (*)	91 473	106 537	109 062	19,0	19,2	2,4
Banca estatal	2 153	2 735	2 745	29,0	27,5	0,4
Inst. Fin. No Bancarias	13 982	17 175	17 581	28,1	25,7	2,4
de las cuales:						
Cajas municipales	6 870	8 170	8 382	21,5	22,0	2,6
TOTAL	108 312	127 210	130 175	20,3	20,2	2,3

(*) Incluye colocaciones de las sucursales en el exterior de las empresas bancarias.

79. Por tipo de monedas, el crédito al sector privado en nuevos soles aumentó 19,9 por ciento en los últimos 12 meses, mientras que el de moneda extranjera registró una expansión de 20,5 por ciento en los últimos 12 meses.

Gráfico 72
CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO 1/

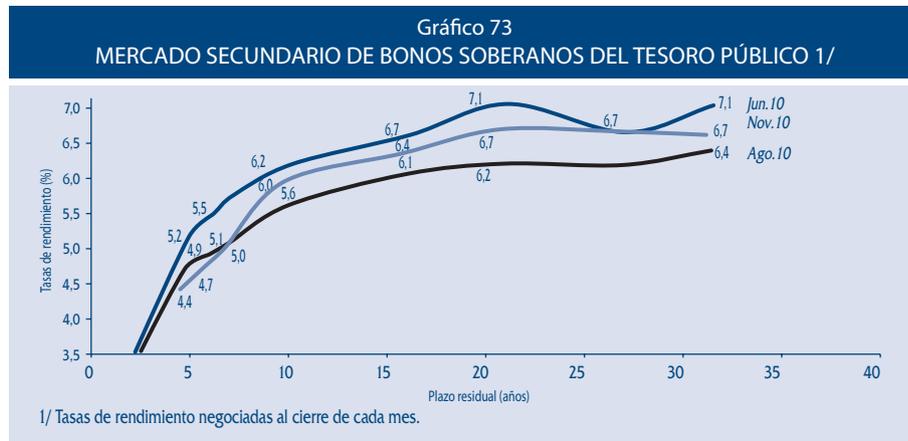


80. En el mercado de capitales las tasas de interés del tramo corto de la curva de rendimientos se mantuvieron relativamente estables en el trimestre, siguiendo a la tasa de referencia.





Cabe indicar que, hacia la segunda mitad de noviembre la participación de los inversionistas no residentes se incrementó sustancialmente debido a que el 10 de noviembre el gobierno colocó en el mercado internacional el bono BTP 2020 (la emisión y registro se realizó el día 18) por un monto de S/. 4 196 millones (US\$ 1 500 millones) bajo la forma de Global Depositary Notes (GDN). Los GDN son instrumentos emitidos por un banco extranjero (banco depositario) cuyo precio, pago y negociación se fija en dólares y que representa la propiedad de un instrumento de deuda denominado en moneda doméstica, sin que afecte la liquidez local cuando se coloca entre no residentes.



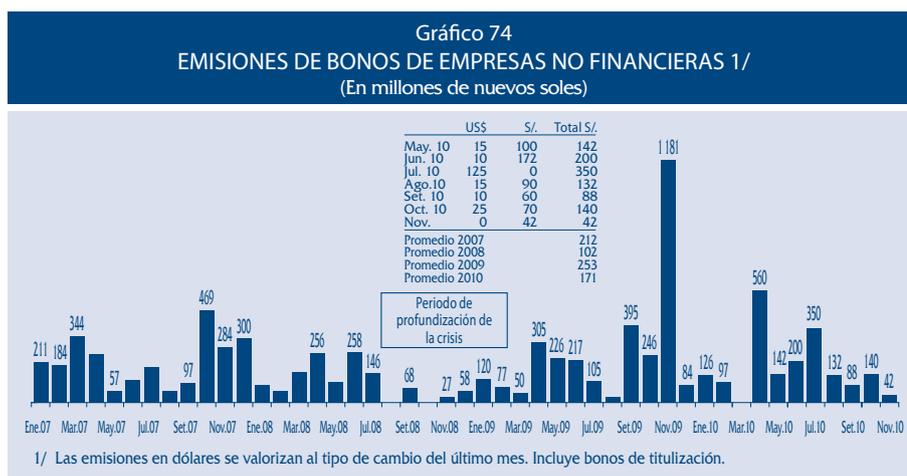
Cuadro 32
TENENCIA DE INVERSIONISTAS NO RESIDENTES DE BONOS SOBERANOS (BTP)
(Millones de nuevos soles)

Fecha	BTP	Variación	% Saldo de BTP
Dic.07	5 042		27
Dic.08	5 189	147	27
Dic.09	4 053	-1 136	19
Jun.10	4 643	644	20
Jul.10	5 653	1 010	24
Ago.10	6 650	997	28
Set.10	7 535	885	32
15-Oct-10	7 928	393	33
31-Oct-10	8 015	87	33
17-Nov-10	8 230	215	34
18-Nov-10	12 428	4 198	44
30-Nov-10	12 181	-247	43

* El 18 de noviembre de 2010 se emitió en el mercado internacional bonos soberanos (Global Depositary Notes) por S/. 4 196 millones (US\$ 1 500 millones).

Asimismo, en la misma fecha, el gobierno colocó bonos globales en el mercado internacional a un plazo de 40 años (con vencimiento en 2050) el segundo más largo emitido por un gobierno de América Latina, después de México que colocó un bono a 100 años. El monto colocado fue de US\$ 1 000 millones en un escenario en el que la demanda fue 2,5 veces mayor que la oferta. La tasa de rendimiento fue de 5,875 por ciento (mayor en 160 puntos básicos al del bono del Tesoro de Estados Unidos).

81. Las emisiones privadas de empresas no financieras descendieron significativamente en el último trimestre con una ligera tendencia al alza de las tasas de interés y con primas de riesgo relativamente estables.

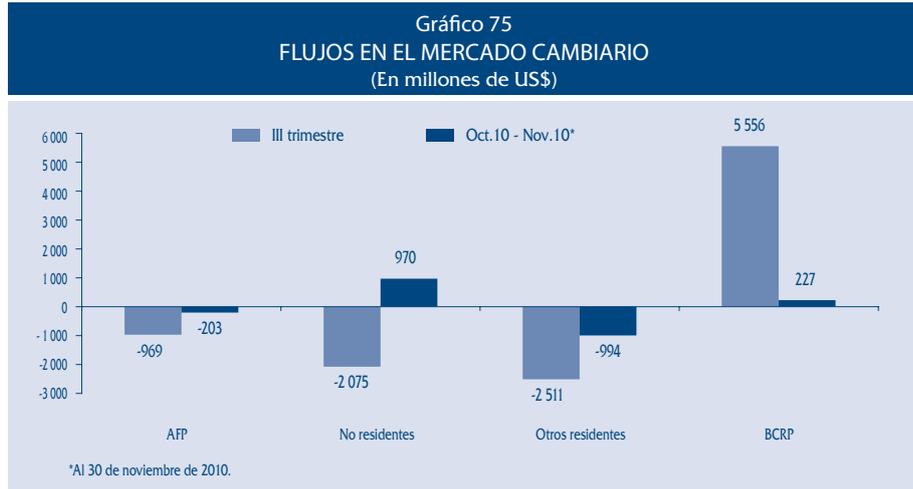


Tipo de cambio

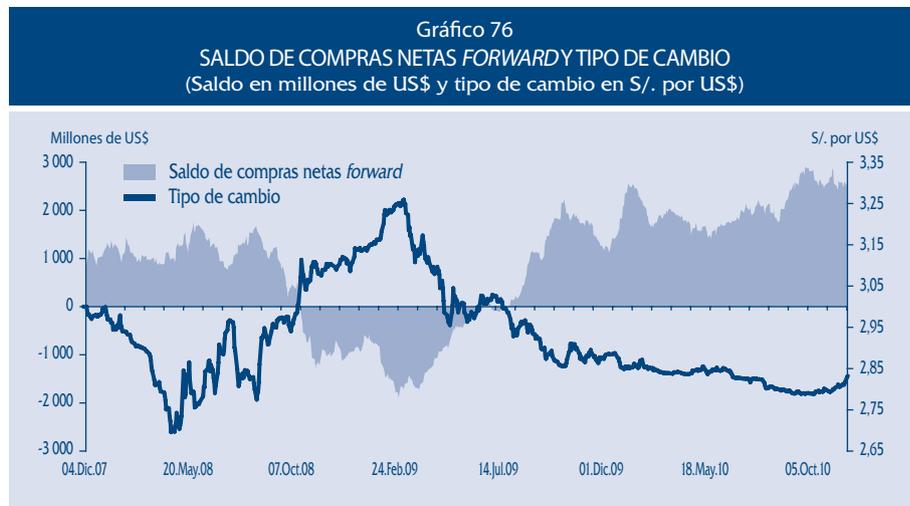
82. Entre setiembre y el 30 de noviembre de 2010, el tipo de cambio nominal promedio se depreció 1,6 por ciento como un reflejo de la incertidumbre internacional asociada a los problemas de solvencia fiscal en la Eurozona y los movimientos en el portafolio de inversionistas no residentes en el mercado *forward*.

La relativa depreciación fue inducida principalmente por la reducción de los flujos de capital a la economía, reflejándose en la reducción de la oferta de dólares en el mercado cambiario desde US\$ 5 875 millones en el tercer trimestre a US\$ 2 116 millones entre octubre y noviembre. Esta menor oferta de dólares estuvo asociada a la menor participación de los inversionistas no residentes y de las AFP, compensada con la oferta del resto de agentes privados.

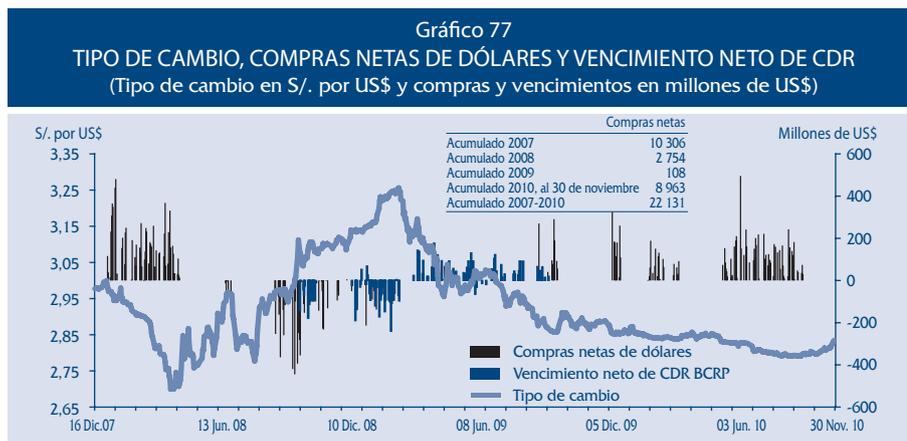




83. En octubre y noviembre el saldo de compras *forward* de la banca se redujo en US\$ 146 millones, cerrando con un saldo de US\$ 2 586 millones al 30 de noviembre. Ello respondería al aumento en el costo de los fondos en moneda extranjera derivada del encaje, la incertidumbre de los mercados internacionales, la emisión de bonos soberanos a ser liquidados en moneda extranjera y la publicación del proyecto de norma de la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS) para limitar la posición *forward* de la banca.



84. Luego del fuerte influjo de capitales experimentado desde junio hasta setiembre de este año, que requirió la intervención del BCRP en el mercado cambiario con la compra de US\$ 6 082 millones para limitar una excesiva volatilidad del tipo de cambio, entre octubre y noviembre se experimentó un menor influjo de capitales, debido principalmente a los problemas de solvencia fiscal e incertidumbre en la Eurozona, lo que explica las menores compras de dólares del BCRP en este periodo (US\$ 227 millones).



Adicionalmente, a partir del 20 octubre, el BCRP comenzó a colocar los CDLD BCRP (liquidables en dólares) como un instrumento complementario a las intervenciones directas en el mercado cambiario, alcanzando un saldo de S/. 450 millones a noviembre.

85. Las expectativas de tipo de cambio para el periodo 2010-2012 en promedio se han reducido. Sin embargo, por tipo de agentes, los analistas económicos han elevado sus expectativas del tipo de cambio, en tanto que las entidades del sistema financiero y empresas no financieras la redujeron.

Cuadro 33
ENCUESTA DE EXPECTATIVA DE TIPO DE CAMBIO
(Nuevos soles por US dólar)

	Jul.10	Ago.10	Set.10	Oct.10	Nov.10
Sistema Financiero					
2010	2,80	2,78	2,77	2,77	2,80
2011	2,80	2,80	2,79	2,76	2,75
2012	2,80	2,80	2,80	2,79	2,75
Analistas Económicos					
2010	2,80	2,77	2,75	2,76	2,80
2011	2,80	2,75	2,78	2,80	2,78
2012	2,80	2,74	2,72	2,78	2,72
Empresas no Financieras					
2010	2,82	2,80	2,80	2,80	2,80
2011	2,90	2,88	2,82	2,80	2,82
2012	2,95	2,90	2,90	2,86	2,88
Promedio					
2010	2,81	2,78	2,77	2,78	2,80
2011	2,83	2,81	2,80	2,79	2,78
2012	2,85	2,81	2,81	2,81	2,78





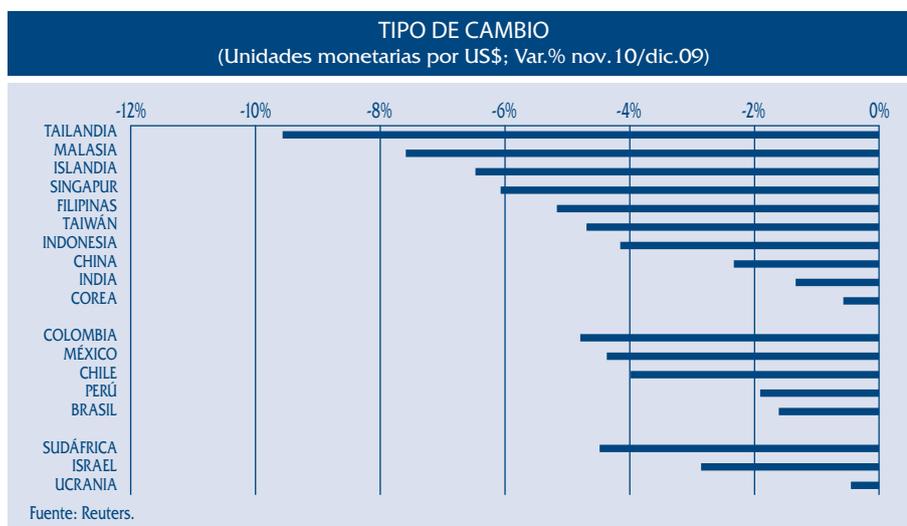
86. Las reservas internacionales muestran un incremento de US\$ 1 593 millones entre setiembre y el 13 de diciembre, principalmente como resultado de los mayores depósitos en moneda extranjera del sector público asociados a recursos provenientes de la colocación de bonos soberanos y globales en el exterior. Con ello, el saldo de las RIN alcanzó US\$ 44 057 millones al 13 de diciembre de 2010 y representa aproximadamente el 83 por ciento del total entre las obligaciones externas de corto plazo y la liquidez total.



RECUADRO 4 PRESIONES APRECIATORIAS EN LOS MERCADOS EMERGENTES

La decisión de la FED de establecer una nueva etapa de flexibilización de su política monetaria (QE2) ha generado expectativas de una mayor liquidez en dólares y ha generado presiones depreciatorias sobre el dólar y tensiones en los mercados cambiarios mundiales. Estas presiones se han dado no sólo frente a las monedas fuertes, como el euro y el yen, sino también frente a las monedas de las economías emergentes, en particular de aquellas que presentan mejores fundamentos macroeconómicos y que han enfrentado una mayor entrada de capitales.

Frente a estas presiones las economías emergentes han adoptado diversas medidas que van desde la intervención “verbal” (Chile) hasta la mayor intervención cambiaria (Brasil, Corea, Tailandia, Israel, Perú); pasando por diversas medidas para evitar/incentivar la entrada/salida de capitales.

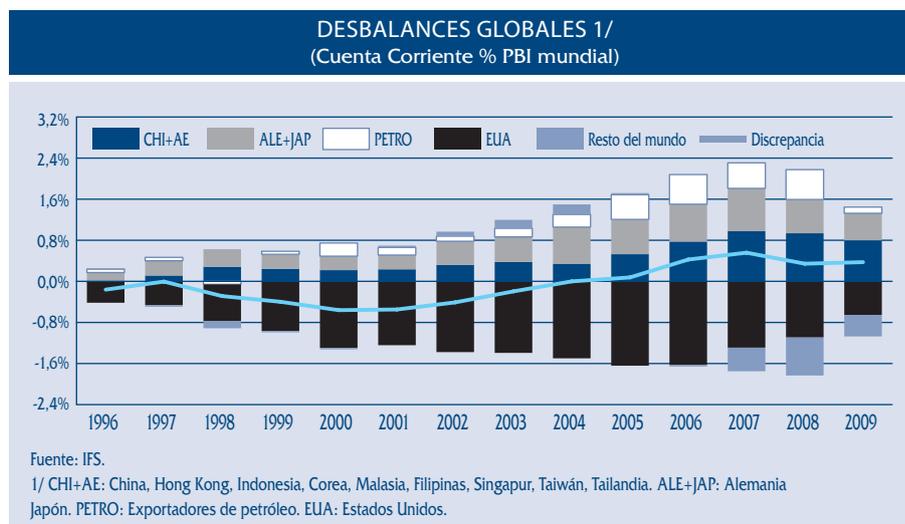


Así, en la región, Brasil elevó el impuesto a los capitales externos que inviertan en renta fija y el impuesto cobrado a los márgenes de garantía para inversionistas extranjeros en el mercado de futuros; también amplió la autorización para que el Tesoro compre moneda extranjera por un monto equivalente al pago de deuda externa de los siguientes 4 años (antes eran 2 años). Colombia acordó con Ecopetrol el mantenimiento en el exterior de dividendos. En Asia, Indonesia estableció plazo mínimo de un mes a la tenencia de no residentes de papeles del Banco Central, aumentó los plazos de sus títulos e impuso restricciones a las posiciones abiertas netas en moneda extranjera de los bancos. Taiwán ha impuesto plazo de una semana para que los flujos de capital del exterior sean invertidos o repatriados y ha anunciado que revisará operaciones de créditos para identificar a especuladores; mientras que Corea redujo los límites para la tenencia de derivados en moneda extranjera.

Cabe destacar que la nueva flexibilización de la política monetaria por parte de la FED se da en un contexto en que el desbalance global se mantiene en niveles altos. El desbalance global refleja, por un lado, el exceso de gasto que se traduce en un elevado déficit en cuenta corriente, financiados con mayor endeudamiento. Destaca EUA cuyo déficit sucesivo en cuenta corriente durante la última década ha llevado a un incremento en su posición deudora con el exterior de US\$ 0,8 a US\$ 2,9 billones. La contrapartida de este déficit se encuentra en economías superavitarias como China y las economías del sudeste asiático (Singapur y Taiwán), las exportadoras de petróleo y, en el grupo desarrollado, Alemania y Japón.

Ante el proceso de desapalancamiento global producido con la crisis, los países deficitarios requieren ajustar la demanda interna para reducir la deuda. Sin embargo, los países superavitarios no están dispuestos a apreciar significativamente sus monedas para reducir el superávit, o no están lo suficientemente listos en sus estructuras de consumo, para descansar menos en las exportaciones.





El resto de países emergentes, mayormente, no son participantes importantes del desequilibrio global y están fundamentalmente en una posición defensiva, tratando de contrarrestar el influjo de capitales y las presiones apreciatorias. En este contexto, para evitar mayores tensiones en los mercados cambiarios, es necesario avanzar, en el mediano plazo, en la reducción de los desequilibrios globales y, en el corto plazo, evitar que dichas tensiones determinen un rebote del proteccionismo y una guerra comercial que agrave los riesgos de deflación y recesión mundial.

RECUADRO 5 INSTRUMENTOS MACROPRUDENCIALES

El desencadenamiento de la última crisis financiera global ha puesto de manifiesto la necesidad de cuidar la estabilidad financiera para garantizar los beneficios de la estabilidad monetaria y el crecimiento económico. Para ello, se requiere un nuevo set de instrumentos de regulación macroprudencial que complementen tanto el instrumento convencional de tasa de interés de política monetaria como los requerimientos microprudenciales, orientados estos últimos a garantizar la solvencia individual de las entidades del sistema financiero.

Borio¹² (2009) señala que el objetivo de la regulación macroprudencial es limitar el riesgo sistémico de episodios de estrés financiero y contener sus costos macroeconómicos en términos de pérdidas de PBI. Bajo este carácter preventivo, para monitorear al sistema financiero como un todo, identificar posibles fuentes de inestabilidad financiera y responder a estos escenarios, se requiere la participación conjunta de la autoridad fiscal, del ente de regulación financiera y

12 Claudio Borio, "Implementing the macroprudential approach to financial regulation and supervision", Bank of France. Financial Stability. Setiembre, 2009.

del banco central. Asimismo, es necesario el desarrollo de herramientas macroprudenciales orientadas a limitar el riesgo sistémico y garantizar la estabilidad financiera.

El Banco de Inglaterra¹³ señala las dos fuentes principales del riesgo sistémico:

- La tendencia colectiva de las entidades del sistema financiero, familias, y empresas de tomar mayores riesgos en la fase expansiva del ciclo económico, y adoptar una mayor aversión al riesgo durante las fases recesivas.
- Entidades financieras individuales que carecen de todos los elementos para la evaluación de los efectos colaterales que pueden tener sus acciones sobre el riesgo de las demás entidades del sistema financiero.

Bajo esta perspectiva, las medidas de política macroprudencial orientadas a atenuar estas dos fuentes de riesgo sistémico implican:

- Moderar la prociclicidad del ciclo financiero, limitando la formación de desequilibrios o desbalances financieros en el tiempo.
- Fortalecer la resistencia del sistema financiero a riesgos de contagio y diferentes fuentes de interrelación entre entidades del sistema financiero, asociados a choques endógenos o exógenos.

La política monetaria incorpora en su diseño acciones para atenuar los riesgos sobre la estabilidad financiera de la economía derivados de la aún alta dolarización financiera (44 por ciento en el caso de créditos). Para ello, complementa su meta operativa, la tasa de interés de referencia, con el uso de requerimientos de encaje, tanto en moneda nacional como extranjera, e intervenciones esterilizadas en el mercado cambiario.

Los requerimientos de encaje son herramientas útiles para enfrentar flujos de capitales de corto plazo. Los flujos de corto plazo aumentan la vulnerabilidad de la economía a una crisis financiera, ya que puede generar un excesivo crecimiento del crédito, donde tanto los prestamistas como los prestatarios no internalizan o subestiman los riesgos de tipo de cambio y liquidez. En estos escenarios el BCRP prudencialmente eleva las tasas de encaje en moneda nacional y extranjera, y a los adeudados de corto plazo provenientes del exterior, y de esta forma reduce la vulnerabilidad de la economía y del sistema financiero. Asimismo, el BCRP exige mayores encajes marginales para las obligaciones en moneda extranjera dado el alto grado de dolarización de la economía y el mayor riesgo que ello conlleva.

La eficacia de este instrumento en periodos de estrés se evidenció en la reciente crisis financiera, cuando ante la salida de capitales que se produjo luego de la quiebra de Lehman Brothers en setiembre de 2008, el BCRP redujo las tasas de encaje en moneda nacional y extranjera -que

13 Bank of England, "The role of macroprudential policy", Discussion paper, noviembre 2009.





había aumentado preventivamente en la primera mitad de 2008 como respuesta al ingreso de capitales y expansión del crédito- liberando recursos para mantener la liquidez de los bancos. A partir de junio de este año, el BCRP ha incrementado las tasas de encaje en moneda nacional y extranjera como complemento al alza de la tasa de referencia, en un contexto de influjo de capitales y elevado dinamismo de la actividad económica.

Adicionalmente, el BCRP participa en el mercado cambiario a través de intervenciones cambiarias esterilizadas, para reducir volatilidades extremas del tipo de cambio, que en una economía parcialmente dolarizada, pueden afectar la posición patrimonial de los agentes económicos y finalmente deteriorar los balances de las entidades financieras. El uso de este instrumento ha mostrado ser eficaz en reducir la volatilidad cambiaria en los periodos turbulentos recientes y en mitigar el impacto del riesgo cambiario en el sistema financiero.

La Superintendencia de Banca y Seguros (SBS), como regulador micro prudencial, fija requerimientos mínimos de capital y liquidez por monedas, y límites a la posición global en moneda extranjera, con el objetivo de evitar la formación de riesgos y fortalecer la resistencia del sistema financiero. Con el mismo fin y, además, para moderar el ciclo financiero, la SBS también aplica una regla para la acumulación preventiva de provisiones con carácter dinámico, de forma tal que el sistema financiero acumule mayores provisiones durante los periodos de mayor crecimiento económico para luego ser usados en periodos recesivos.

Cada uno de estos instrumentos prudenciales, con los que cuenta la SBS, son usados con el objetivo de garantizar la estabilidad financiera y la salud de las empresas individuales del sistema financiero. Las características de cada uno de ellos se resumen a continuación:

- **Requerimientos mínimos de liquidez** (Activos líquidos/Pasivos de corto plazo): instrumento usado con el propósito de reducir los riesgos asociados a descalces de plazos entre activos y pasivos del sistema financiero. Este riesgo incluso podría ser mayor en un contexto de dolarización financiera debido a descalces de monedas. Por ello, su nivel es de 8 por ciento en moneda nacional y 20 por ciento en moneda extranjera.
- **Requerimientos mínimos de capital** (Patrimonio efectivo/Activos ponderados por riesgo): mediante esta medida, se busca que la banca mantenga niveles adecuados de reservas de capital o patrimonio efectivos como resguardo contra riesgos de crédito, mercado y operacional derivados de operaciones financieras. A partir de julio 2010 se encuentra en 9,8 por ciento y alcanzaría 10 por ciento en julio 2011, ratio mayor al requerido por las normas de Basilea II (8 por ciento).
- **Límites a la posición global en moneda extranjera**: Con esta medida se intenta limitar la exposición al riesgo cambiario del patrimonio de los bancos. En noviembre de 2010, la SBS redujo el límite a la posición global de sobrecompra de los bancos a 60 por ciento del patrimonio efectivo, acercándose al ratio de dolarización del sistema financiero, y se mantuvo en 15 por ciento el límite en la posición global de sobreventa.

- **Provisiones dinámicas para riesgo crediticio:** este instrumento está diseñado para acumular provisiones por riesgo de crédito durante las fases expansivas del ciclo económico y es automáticamente desactivado durante las fases contractivas del ciclo económico. Los fondos acumulados mediante este mecanismo permitirían cubrir mayores requerimientos por provisiones específicas, durante los periodos de incremento de la morosidad. Las provisiones dinámicas varían dependiendo del tipo de crédito. Para los créditos comerciales son de 0,45 por ciento, de microempresa 0,5 por ciento, hipotecarios, 0,4 por ciento y de consumo 1 por ciento.
- **Provisión por riesgo cambiario crediticio:** De hasta 1 por ciento de los créditos directos en moneda extranjera para aquellas entidades financieras que, en opinión de la SBS, no estén cumpliendo adecuadamente en evaluar el riesgo crediticio asociado a descalces cambiarios.

Recientemente, en línea con los actuales estándares de regulación internacional, la SBS ha pre-publicado dos nuevas normas para su evaluación, medidas que tienen como objetivo de reducir riesgos sistémicos. El primero, establece un límite al valor absoluto de la posición neta en productos financieros derivados de las empresas financieras. En tanto que la segunda, es un nuevo reglamento de requerimiento de patrimonio efectivo adicional en función del ciclo económico, riesgo de concentración individual, sectorial y de mercado.

Por otro lado, actualmente como parte de las propuestas de reforma al sistema financiero internacional, se viene discutiendo la posibilidad de incorporar nuevas herramientas de carácter macro-regulatorio al conjunto de herramientas disponibles para reducir el potencial surgimiento de riesgos sistémicos. Muchos de estos instrumentos se utilizan actualmente con propósitos de regulación bancaria, sin embargo la propuesta es que se utilicen también con la finalidad de reducir la volatilidad del ciclo económico y en particular el carácter pro cíclico del crédito y del precio de los activos financieros.

RECUADRO 6 INDICADORES DEL MERCADO INMOBILIARIO¹⁴

Con la finalidad de analizar la evolución del mercado inmobiliario en Lima Metropolitana se presentan tres indicadores a partir de información captada directamente por el Banco Central de la oferta de departamentos.

1. **Ratio Precio de venta / Ingreso por alquiler anual (Price to Earnings Ratio - PER):** Equivalente a la relación precio/ganancias de las acciones y representa cuántos años se tendría que alquilar la propiedad para recuperar el valor del inmueble.

¹⁴ Para mayor detalle consultar Nota de Estudios N055, BCRP.





Para este indicador se utiliza la información del precio de venta y alquiler de los inmuebles en dólares por metro cuadrado de los distritos de Jesús María, La Molina, Lince, Magdalena, Miraflores, Pueblo Libre, San Borja, San Isidro, San Miguel y Surco. Para cada distrito se calcula la mediana de los precios de venta y la mediana de los alquileres de los periodos mayo-junio, julio-agosto y setiembre-octubre. A partir de los ratios por distrito se calcula promedios para cada periodo y se presentan como indicadores agregados para Lima Metropolitana.

Los ratios para cada distrito y el indicador agregado promedio se muestran en el Cuadro.

PRECIO DE VENTA / ALQUILER ANUAL EN US\$ POR M ²)			
MEDIANAS 1/	Mayo-Junio	Julio-Agosto	Setiembre-Octubre
Jesús María	11,8	10,6	10,8
La Molina	13,0	13,1	13,7
Lince	15,9	14,7	15,4
Magdalena	10,6	10,7	11,3
Miraflores	10,9	11,8	13,2
Pueblo Libre	14,5	14,6	13,2
San Borja	15,8	16,7	15,4
San Isidro	14,4	13,1	14,6
San Miguel	13,6	14,2	13,8
Surco	12,8	12,4	12,8
Agregado			
<i>Promedio</i>	13,3	13,2	13,4

* 1/ Los ratios han sido calculados en base a las medianas de los precios de venta y alquileres de cada distrito.
Fuente: Sector inmobiliario BCRP, Octubre de 2010.

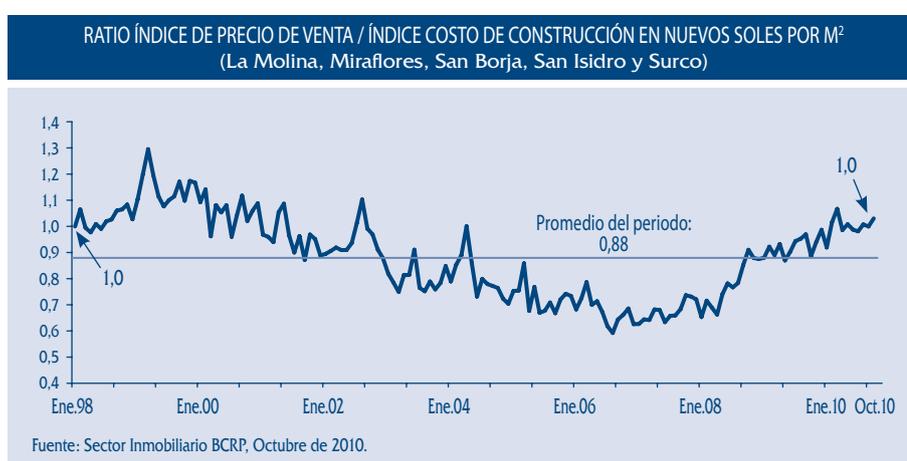
De acuerdo a la clasificación del Global Property Guide¹⁵ que se muestra en el siguiente cuadro, los precios de los departamentos se encuentran en el intervalo de 12,5 a 25, el cual es considerado como un nivel normal de precios.

CRITERIOS DE VALUACIÓN PARA EL MERCADO INMOBILIARIO		
Ratio Precio/Ingresos por alquiler	Ganancia por alquiler (%) 1/	Clasificación
5,0 - 12,5	20,0 - 8,0	Precio subvaluado
12,5 - 25,0	8,0 - 4,0	Precio normal
25,0 - 50,0	4,0 - 2,0	Precio sobrevaluado

1/ Definida como el alquiler anual entre el precio de venta. Es la inversa del PER.
Fuente: Global Property Guide.

15. El Global Property Guide anualmente publica recomendaciones sobre dónde invertir en bienes inmuebles alrededor del mundo en su documento Property Recommendations, el cual está disponible en la página web www.globalpropertyguide.com

2. **Ratio índice del precio de venta / índice del costo de construcción:** Este ratio es un indicador de la evolución conjunta de estas dos variables. Se cuenta con el Índice de Materiales de Construcción y el Costo Unificado de Mano de Obra, ambos elaborados y publicados por el INEI, y las medianas mensuales de los precios de venta en nuevos soles por metro cuadrado de departamentos de los distritos de La Molina, Miraflores, San Borja, San Isidro y Surco.



Desde el inicio del periodo, el ratio se redujo hasta agosto de 2006 debido a que los precios en nuevos soles por metro cuadrado se mantuvieron estables, mientras que los costos de construcción mostraron una tendencia creciente. A partir de ese año, el ratio se ha incrementado hasta la actualidad por el aumento de los precios de venta logrando sobrepasar el nivel promedio del periodo.

3. **Índice trimestral de los precios de venta en nuevos soles constantes y en dólares corrientes por metro cuadrado:** Este indicador, que incluye los departamentos en venta de los distritos de La Molina, Miraflores, San Isidro, San Borja y Surco, ha sido calculado sobre la base de las medianas de los precios de venta en nuevos soles constantes de 2009 y en dólares.

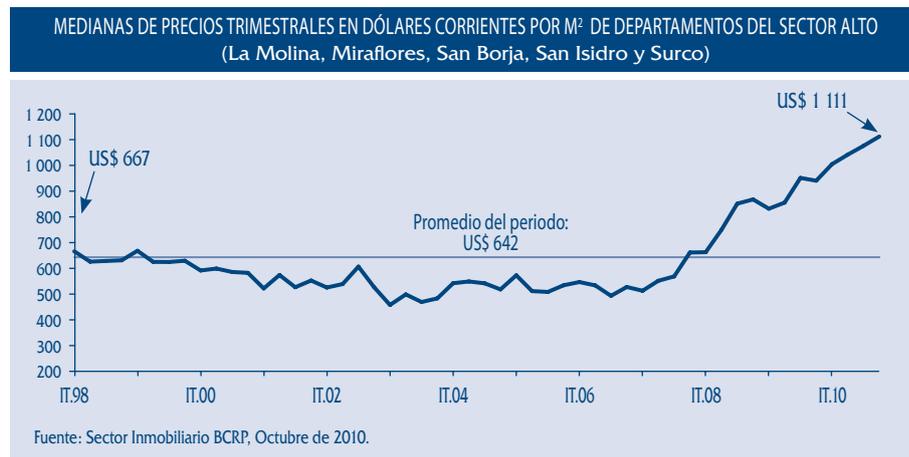
Los precios trimestrales en nuevos soles constantes de 2009 de departamentos se han venido recuperando desde el tercer trimestre de 2006, periodo en el que alcanzaron su nivel más bajo desde 1998.

Los precios de estos distritos han acumulado una variación de 19,5 por ciento durante todo el periodo IT-1998 a IVT-2010. Se observa que estos precios tuvieron una tendencia decreciente hasta mediados de 2006; a partir de ese periodo comenzaron a recuperarse, alcanzándose precios mayores a los del inicio del periodo recién en el cuarto trimestre de 2008.





Los precios de venta de departamentos en dólares por metro cuadrado presentan un incremento acumulado de 66,7 por ciento en todo el periodo. A diferencia de los precios en nuevos soles constantes, los precios en dólares se mantuvieron estables hasta el tercer trimestre de 2006, a partir de ese periodo se han incrementado al igual que los expresados en nuevos soles constantes.



VI. Inflación

87. A noviembre de 2010 la tasa de inflación últimos 12 meses fue 2,2 por ciento, ligeramente por encima del nivel meta de inflación (2,0 por ciento). La tasa de inflación mantuvo una tendencia creciente entre octubre de 2009 y setiembre de 2010, asociada principalmente a factores de oferta (incrementos de precios de algunos alimentos y combustibles). Sin embargo, durante los últimos meses, viene alcanzando niveles inferiores al pico que alcanzó en setiembre (2,4 por ciento), por la reversión de los choques de oferta de alimentos.



88. Al aislar de la canasta del consumidor aquellos productos cuyos precios responden principalmente a factores de oferta, se obtiene lo que se conoce como el componente subyacente de la inflación. Por su naturaleza, este indicador tiende a ser menos volátil que el IPC total. Los movimientos en los precios de este grupo de bienes reflejan principalmente presiones inflacionarias del lado de la demanda. La inflación subyacente alcanzó en noviembre una tasa de 2,0 por ciento (luego de ubicarse en 2,1 por ciento en el mes previo). Desde principios de año, la inflación subyacente ha tenido un comportamiento relativamente estable, ubicándose entre 1,9 y 2,1 por ciento, denotando un contexto de expectativas de inflación estables, consistente con el rango meta de inflación.

Similar resultado se obtiene cuando se observan otros indicadores de inflación subyacente basados en diferentes coberturas de bienes o calculados bajo diferentes criterios estadísticos. Dichos indicadores muestran un comportamiento bastante estable en lo que va del año, y en un rango de variación entre 1,2 y 2,0 por ciento a noviembre.

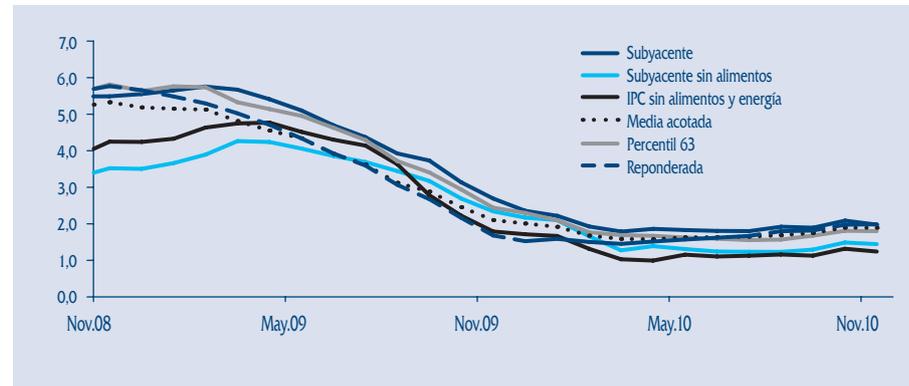




Gráfico 80
INFLACIÓN SUBYACENTE Y NO SUBYACENTE
(Variación porcentual últimos 12 meses)



Gráfico 81
MEDIDAS ALTERNATIVAS DE INFLACIÓN SUBYACENTE
(Variación porcentual últimos 12 meses)



89. Entre setiembre y noviembre se registraron menores tasas de inflación, debido a las caídas en los precios de los alimentos (principalmente carne de pollo, por mayor abastecimiento) y a una mayor oferta estacional de los principales productos agrícolas (papa, y cebolla, entre otros).

Gráfico 82
CONTRIBUCIONES A LA VARIACIÓN DEL IPC MENSUAL
(Puntos porcentuales)



Cuadro 34							
INFLACIÓN							
(Variación porcentual)							
	Peso 2009 = 100	2006	2007	2008	2009	2010 Ene.-Nov. 12 meses	
I. INFLACIÓN	100,0	1,14	3,93	6,65	0,25	1,89	2,22
II. INFLACIÓN SUBYACENTE	65,2	1,37	3,11	5,56	2,35	1,89	1,96
Bienes	32,9	0,97	3,30	5,32	2,17	1,31	1,37
Servicios	32,2	1,85	2,88	5,86	2,56	2,48	2,57
III. INFLACIÓN NO SUBYACENTE	34,8	0,83	5,07	8,11	-2,54	1,90	2,58
Alimentos	14,8	2,06	7,25	10,97	-1,41	2,30	2,69
Combustibles	2,8	-1,50	6,45	-0,04	-12,66	11,92	14,51
Transportes	8,9	1,12	0,82	5,86	0,19	-0,18	1,15
Servicios públicos	8,4	-3,22	0,24	7,48	-4,56	0,02	-0,87
Nota:							
IPC sin alimentos y energía	56,4	1,28	1,49	4,25	1,71	0,91	1,23

Cuadro 35							
ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR							
(Contribución ponderada a la inflación)							
	Peso 2009 = 100	2006	2007	2008	2009	2010 Ene.-Nov. 12 meses	
I. INFLACIÓN SUBYACENTE	65,2	0,79	1,80	3,20	1,34	1,23	1,27
Bienes	32,9	0,31	1,05	1,69	0,68	0,43	0,45
Servicios	32,2	0,48	0,75	1,52	0,66	0,80	0,83
II. INFLACIÓN NO SUBYACENTE	34,8	0,35	2,13	3,44	-1,09	0,66	0,94
Alimentos	14,8	0,48	1,69	2,63	-0,35	0,34	0,43
Combustibles	2,8	-0,09	0,36	0,00	-0,68	0,34	0,44
Transportes	8,9	0,10	0,07	0,51	0,03	-0,02	0,10
Servicios públicos	8,4	-0,14	0,01	0,30	-0,09	0,00	-0,03
III. INFLACIÓN	100,0	1,14	3,93	6,65	0,25	1,89	2,22
Nota:							
IPC sin alimentos y energía	56,4	0,58	0,67	1,88	0,74	0,51	0,65

90. Entre enero y noviembre, los rubros que más contribuyeron al alza de la inflación fueron comidas fuera del hogar, matrícula y pensión de enseñanza, gasolina, pescado y azúcar. Los rubros que más contribuyeron a reducir la inflación fueron carne de pollo, teléfonos, transporte nacional, choclo y artículos de recreo y cultura.





Cuadro 36
CONTRIBUCIÓN PONDERADA A LA INFLACIÓN ENERO - NOVIEMBRE 2010
(Puntos porcentuales)

Positiva	Peso	Var. %	Contribución	Negativa	Peso	Var. %	Contribución
Comidas fuera del hogar	11,7	3,6	0,42	Carne de pollo	3,0	-11,6	-0,36
Matrícula y pensión de enseñanza	8,8	3,5	0,31	Teléfonos	2,9	-3,6	-0,10
Gasolina y lubricantes	1,3	16,3	0,22	Transporte nacional	0,3	-15,4	-0,06
Pescado fresco y congelado	0,7	24,1	0,18	Choclo	0,1	-15,8	-0,02
Azúcar	0,5	20,1	0,13	Aparatos de recreo y cultura	0,9	-2,6	-0,02
Papa	0,9	15,3	0,12	Artículos de limpieza	0,9	-2,4	-0,02
Gas	1,4	8,3	0,12	Tomate	0,2	-10,5	-0,02
Consumo de agua	1,6	4,5	0,07	Legumbres frescas	0,2	-7,4	-0,02
Otras hortalizas	0,4	17,0	0,06	Compra de vehículos	1,6	-1,0	-0,02
Bebidas gaseosas	1,3	4,8	0,06	Aceites	0,5	-3,1	-0,02
Total			1,69	Total			-0,66

El alza en el precio de los combustibles (16,3 por ciento en lo que va del año) responde al aumento de la cotización internacional del petróleo y a los menores recursos destinados al Fondo de Estabilización de Precio de los Combustibles. Al respecto, cabe mencionar que mediante D.S. No 027-2010, se estableció que las actualizaciones de las bandas de todos los productos se realizarán de manera simultánea cada dos meses, siempre y cuando el precio de paridad internacional se encuentre por encima del límite superior o debajo del límite inferior de la banda. La actualización en la banda de cada producto implicará una variación en su precio final no mayor a 5 por ciento, salvo el caso del GLP cuya variación máxima de precio final es de 1,5 por ciento. El precio de contrato de petróleo intermedio de Texas (WTI) ha pasado de un valor promedio de US\$ 74,5 por barril en diciembre de 2009 a US\$ 84,21 en noviembre.

El aumento del precio del azúcar (20 por ciento en lo que va del año) reflejó principalmente la evolución de la cotización internacional de este producto, la cual se ha elevado desde un nivel promedio de US\$ 557,4 por TM para la cotización de contrato 11 en diciembre de 2009 a US\$ 780,2 por TM en noviembre (40 por ciento). Otros factores que también influyeron en el comportamiento del precio interno, en lo que va del año, estuvieron asociados a paralizaciones en el proceso de producción, debido a conflictos laborales y a paradas de carácter técnico.

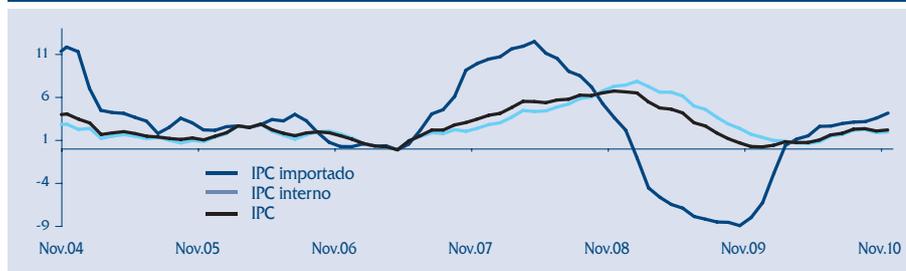
Inflación importada

91. El componente importado de la canasta de consumidor tuvo una variación de 3,48 por ciento, debido principalmente al impacto que tuvo el alza del petróleo en los mercados internacionales (13,2 por ciento en noviembre de 2010 respecto a diciembre de 2009). En este mismo periodo, el tipo de cambio nominal se apreció 2,5 por ciento.

Cuadro 37
INFLACIÓN DE ORIGEN INTERNO E IMPORTADO: 2006 - 2010
(Variación porcentual acumulada)

	Peso 2009 = 100	2006	2007	2008	2009	2010	
						Ene.-Nov.	12 meses
I. IPC IMPORTADO	10,8	0,27	10,46	2,20	-6,25	3,48	4,18
Alimentos	3,0	2,08	18,83	4,75	-3,07	0,42	0,25
Combustibles	2,8	-1,50	6,45	-0,04	-12,66	11,92	14,51
Aparatos electrodomésticos	1,3	-1,29	-1,50	-0,06	-2,39	-0,49	-0,58
Otros	3,7	0,64	0,47	0,46	-0,34	0,79	-0,03
II. IPC INTERNO	89,2	1,28	2,84	7,44	1,35	1,71	1,97
III. IPC	100,0	1,14	3,93	6,65	0,25	1,89	2,22
Tipo de cambio		-6,40	-7,00	4,47	-7,59	-2,51	-2,75

Gráfico 83
INFLACIÓN, COMPONENTE INTERNO Y COMPONENTE IMPORTADO
(Variación porcentual últimos 12 meses)



Expectativas de inflación

92. Las expectativas de inflación de los agentes económicos para 2010 se han reducido respecto a la información presentada en el Reporte de setiembre. Para 2011 y 2012, en general, los encuestados ubican sus expectativas de inflación dentro del rango meta (entre 2,0 y 3,0 por ciento).

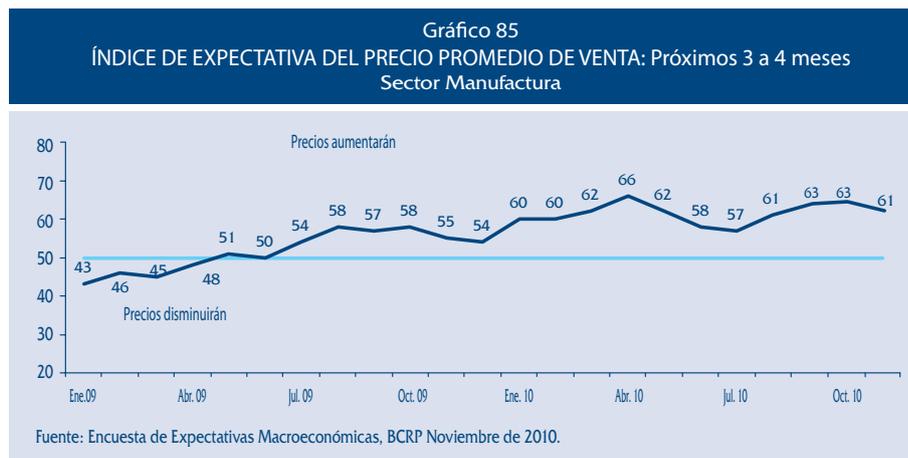
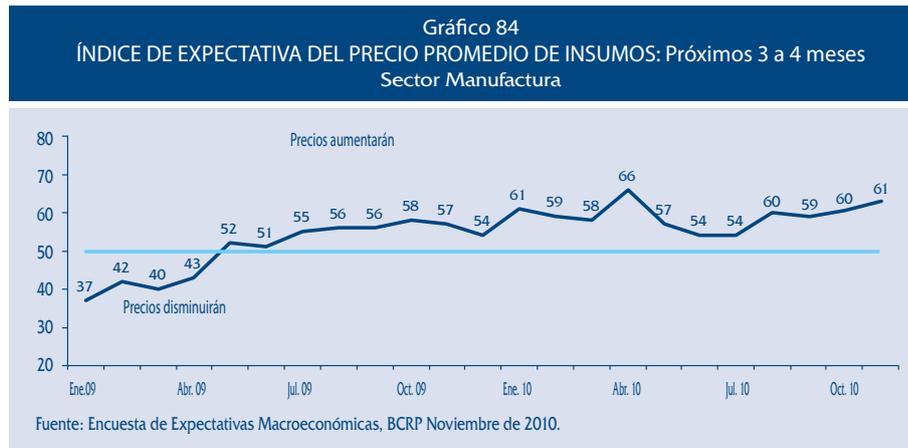
Cuadro 38
ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS
INFLACIÓN (%)

	Agosto 2010	Noviembre 2010
SISTEMA FINANCIERO		
2010	2,7	2,4
2011	2,5	2,5
2012	2,5	2,5
ANALISTAS ECONÓMICOS		
2010	2,9	2,5
2011	2,4	2,5
2012	2,0	2,5
EMPRESAS NO FINANCIERAS		
2010	2,5	2,5
2011	2,5	2,5
2012	2,5	2,5





El resultado de las encuestas sobre expectativas de precios promedio de insumos y precios de venta para los próximos 3 a 4 meses muestra que no se han producido cambios en la proporción de empresas que espera que los precios de los insumos que adquieren o los precios a los que venden aumenten en los próximos meses.



Pronósticos de Inflación

93. Los datos de inflación observados desde el Reporte de Inflación de setiembre de 2010 han estado en línea con las proyecciones contenidas en dicho Reporte. En particular, se ha observado que la inflación se ha mantenido dentro del rango meta desde mayo de este año, alcanzando un valor de 2,2 por ciento en noviembre. Asimismo, la revisión y actualización de datos sobre los principales factores que afectarían la tasa de inflación durante los próximos años ha generado cambios menores en el escenario central de proyección respecto al contemplado en el último Reporte.

94. Este escenario supone que la brecha producto se habría cerrado durante el año 2010, partiendo de niveles entre -2,5 y -1,5 por ciento a inicios del año a valores ligeramente positivos en el punto inicial de proyección. Esta dinámica se explica por los efectos expansivos sobre la demanda agregada del crecimiento de los términos de intercambio, el impulso fiscal observado durante el primer semestre de 2010 y el estímulo monetario iniciado en el año 2009.

Asimismo, la evolución de la brecha del producto refleja la recuperación del dinamismo en la actividad económica tras la desaceleración experimentada en el año 2009, y no existen indicios de que se hayan generado presiones inflacionarias. Así, el perfil de la brecha del producto es consistente con la inflación subyacente observada, que se ha mantenido cercana al punto medio del rango meta durante todo el año 2010.

95. La brecha del producto se mantendría alrededor de cero, su valor de equilibrio, durante los años 2011 y 2012, y por lo tanto no presionaría al alza de la inflación. Ello sería el resultado de la disipación del impulso proveniente de los términos de intercambio, así como de un impulso fiscal negativo. Asimismo, tal y como se ha observado en el año 2010, las moderadas tasas de crecimiento de los socios comerciales durante el horizonte de proyección no contribuirían a acelerar el crecimiento doméstico.

Además, el escenario base de proyección contempla un retiro gradual del estímulo monetario, como respuesta a la evolución equilibrada de la brecha producto y de la inflación, que indica una menor necesidad de un estímulo monetario significativo.

96. La proyección de inflación subyacente es cercana al 2,0 por ciento durante los años 2011 y 2012, y es consistente con expectativas de inflación que se mantienen ancladas en el rango meta y con la dinámica de la brecha del producto.

Por su parte, la inflación no subyacente alcanzaría una tasa cercana al 3,0 por ciento en 2011, reflejando el impacto de las alzas de precios de *commodities* que se han venido registrando en los últimos meses. Asimismo, la proyección contempla los efectos que las alteraciones climáticas pudieran tener en los rendimientos de algunos productos agrícolas. En el año 2012, al normalizarse las condiciones de oferta mundial de alimentos, la inflación no subyacente se ubicaría alrededor de la meta de inflación.

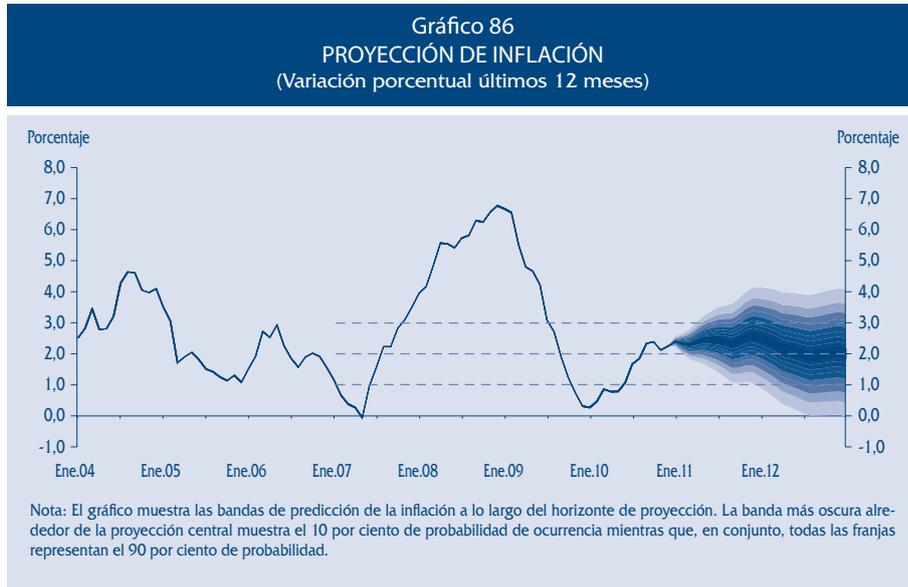
Se proyecta que la inflación se mantendrá en el rango meta en los dos próximos años, aunque para 2011 se ubicaría más cerca del límite superior del rango meta, por el efecto transitorio de aumentos en los precios de algunos *commodities*, evolución asociada a choques de oferta.

97. Se eleva la proyección de crecimiento del PBI a 8,8 por ciento para el año 2010. Para 2011 y 2012 se estima que el crecimiento del PBI se encontraría alrededor del





6,5 y 6,0 por ciento, respectivamente, cifras cercanas al crecimiento potencial de la economía, lo que contribuiría a que la inflación se ubique dentro del rango meta durante estos años.



Cuadro 39
RESUMEN DE LAS PROYECCIONES DEL REPORTE DE INFLACIÓN

	2008	2009	2010 1/		2011 1/		2012 1/	
			IR Set. 10	IR Dic.10	IR Set.10	IR Dic.10	IR Set.10	IR Dic.10
Var. % real								
1. Producto bruto interno	9,8	0,9	8,0	8,8	6,0	6,5	6,0	6,0
2. Demanda interna	12,1	-2,9	11,4	12,6	6,9	7,6	6,0	6,1
a. Consumo privado	8,7	2,4	5,2	5,9	4,5	5,0	4,6	4,6
b. Consumo público	2,1	16,5	9,9	9,5	4,4	5,0	3,6	2,7
c. Inversión privada fija	25,8	-15,1	16,7	22,4	11,1	14,5	11,8	12,3
d. Inversión pública	42,8	25,5	31,6	25,6	6,3	8,8	3,4	4,4
3. Exportaciones de bienes y servicios	8,8	-2,5	1,4	2,3	5,2	5,2	8,4	8,4
4. Importaciones de bienes y servicios	19,8	-18,4	19,4	22,3	10,1	10,6	8,0	8,0
5. Crecimiento de nuestros socios comerciales	2,6	-1,1	3,7	4,1	3,3	3,2	3,2	3,2
Nota:								
Brecha de producto 2/ (%)	4,3	-1,6	-0,5; +0,5	-0,5; +0,5	0,0; +1,0	0,0; +1,0	-0,5; +0,5	-0,5; +0,5
Var. %								
6. Inflación proyectada	6,7	0,2	2,5-3,0	2,5-3,0	1,5-2,5	1,5-2,5	1,5-2,5	1,5-2,5
7. Precio promedio del petróleo	37,8	-38,1	23,6	27,4	-1,6	8,9	0,0	0,0
8. Tipo de cambio nominal 3/	4,5	-7,6	-3,3	-3,1	1,0	-0,6	0,1	0,0
9. Tipo de cambio real multilateral 3/	-4,8	0,9	-3,0	-4,0	1,6	-1,6	0,9	0,3
10. Términos de intercambio	-13,8	-5,5	13,8	17,2	-3,6	-0,7	-1,6	-1,2
a. Índice de precios de exportación	4,9	-12,5	24,4	28,4	-0,4	3,5	0,6	0,4
b. Índice de precios de importación	21,7	-7,4	9,4	9,6	3,3	4,2	2,2	1,7
Var.% nominal								
11. Circulante	16,7	11,0	25,0	26,8	19,0	20,0	18,5	18,0
12. Crédito al sector privado 4/	30,3	8,5	19,0	20,0	14,0	15,0	14,0	14,5
% del PBI								
13. Inversión bruta fija	25,7	23,6	24,9	25,3	26,8	27,0	27,8	28,1
14. Cuenta corriente de la balanza de pagos	-3,7	0,2	-1,7	-1,8	-3,0	-3,1	-3,0	-3,2
15. Balanza comercial	2,4	4,6	3,3	4,0	1,7	2,9	1,2	2,5
16. Financiamiento externo bruto del sector privado 5/	7,5	4,8	6,0	8,1	5,4	6,0	5,7	5,9
17. Ingresos corrientes del gobierno general	20,9	18,6	19,7	19,8	20,0	20,1	20,1	20,2
18. Gastos no financieros del gobierno general	17,3	19,6	19,9	19,5	19,8	18,9	19,3	18,5
19. Resultado económico del sector público no financiero	2,1	-1,9	-1,5	-0,9	-1,0	0,0	-0,4	0,5
20. Saldo de deuda pública total	24,0	26,6	22,7	22,7	21,5	21,4	20,0	19,8

RI: Reporte de Inflación.

1/ Proyección.

2/ Diferencial entre el PBI y el PBI potencial (en porcentaje).

3/ Encuesta de expectativas de tipo de cambio nominal a los agentes económicos.

4/ Incluye colocaciones de las sucursales en el exterior de las empresas bancarias.

5/ Incluye inversión directa extranjera y desembolsos de largo plazo del sector privado.





VII. Balance de Riesgos

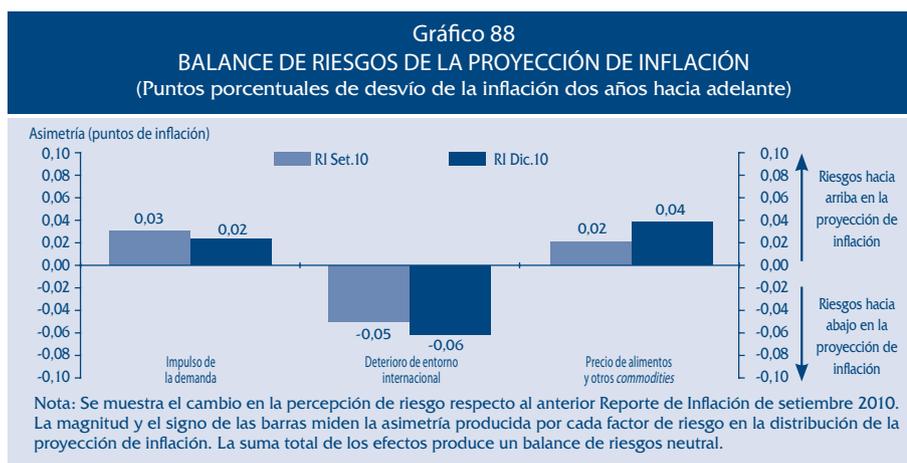
98. La proyección de inflación presenta un balance de riesgos neutral, por lo que se estima que la probabilidad de que la tasa de inflación se encuentre por encima de la proyección del escenario base es igual a la probabilidad de que se encuentre por debajo.
99. El Reporte de Inflación de setiembre contempló tres fuentes de riesgo que afectarían a la inflación en el horizonte de proyección. Si bien sólo parte de estos riesgos se vieron materializados en los meses recientes, se mantiene la percepción de que estos factores podrían representar desvíos de la inflación respecto al escenario central de proyección. Los principales riesgos:

- Mayor crecimiento de la demanda agregada. El mayor optimismo, reflejado en los datos recientes sobre indicadores de actividad productiva, junto con las altas tasas de crecimiento del PBI registradas durante los tres primeros trimestres de 2010, podrían contribuir a que la brecha del producto sea mayor a lo considerado en el escenario central. Ello generaría presiones de demanda sobre los precios domésticos por lo que bajo este escenario la política monetaria reduciría el estímulo monetario de manera más rápida. Este escenario expansivo se podría magnificar si las decisiones de incrementar los estímulos monetarios en las economías avanzadas provocan un incremento importante de flujos de capitales de corto plazo. En este caso, la combinación de medidas macroprudenciales a cargo del BCR y la SBS, acompañadas por una posición fiscal más ajustada, permitirían compensar el impacto de dichos flujos en el crédito interno.
- Incertidumbre sobre la evolución de la economía mundial. El escenario base considera la recuperación de la actividad económica mundial, lo que contribuiría a sostener los términos de intercambio en niveles favorables para la economía peruana. Sin embargo, existe el escenario contingente de estancamiento de la demanda de nuestros socios comerciales y de menores precios de nuestras exportaciones con una consecuente desaceleración en la economía doméstica.

El Banco Central mantiene una alta disponibilidad de reservas internacionales y dispone de diversos mecanismos de inyección de liquidez para enfrentar esta contingencia. Así, de materializarse este riesgo, la política monetaria mantendría el estímulo monetario por un mayor tiempo.

- Incremento de precios de alimentos importados. La evolución reciente del precio de *commodities* alimenticios como el trigo, el maíz, el aceite de soya

y el azúcar muestra que la probabilidad de mayores precios a futuro se ha incrementado. También hay incertidumbre sobre las condiciones climatológicas domésticas que típicamente afectan a los precios de los alimentos. En este escenario, el Banco Central retiraría más rápidamente el estímulo monetario, en caso que una mayor inflación importada afecte las expectativas de inflación.



CONCLUSIÓN

100. Se proyecta que la inflación se mantendría en el rango meta en el horizonte de proyección, evolución que se sustenta en la proyección equilibrada de la brecha del producto, expectativas inflacionarias que se mantienen ancladas en el rango meta, una reversión gradual en el estímulo monetario, una moderación del estímulo fiscal y la reversión de choques de oferta que afectaron los precios de productos importados en el año 2010.

